

Universidade Católica Portuguesa

Centro Regional do Porto

Faculdade de Direito

Mestrado de Direito e Gestão

# Questões relacionadas com a Informação Paralelismo com o caso Lehman Brothers

Tese apresentada para a obtenção do grau de Mestre em Direito e Gestão

Orientadora: Doutora Daniela Baptista

*por* José Eduardo Fernandes Viamonte Figueira de Sousa

Porto

2013

## Índice

Introdução .....	5
Informação na vertente do Direito das Sociedades Comerciais.....	6
Informação: Especificidades do Mercado de Valores Mobiliários.....	10
Grave crise e queda do Lehman Brothers.....	17
Papel dos Auditores .....	23
Reflexões/ Soluções para a crise .....	25
Bibliografia .....	28

## Abreviaturas e Siglas

Ac.	Acórdão
al. (als.)	Alínea(s)
art. (arts.)	Artigo(s)
BCE	Banco Central Europeu
BP	Banco de Portugal
CC	Código Civil
cf. ou cf.	Confrontar; Confirmar
cit.	Citação
CMVM	Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários
CNVM	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	Código Penal
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
FMI	Fundo Monetário Internacional
OPA(s)	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
nº (nºs)	Número(s)
p. (pp.)	Página(s)
PIB	Produto Interno Bruto
ss.	Seguintes

### **Dedico e agradeço**

À Dra. Daniela Baptista, pela orientação, pautada  
pelo apoio e simpatia.

Ao Pedro e ao Francisco, meus irmãos, sem eles,  
a minha vida não teria metade da piada.

Ao Avô Herculano, pelo ídolo  
que é, e sempre será.

À Filipa, pela maravilhosa pessoa que é,  
por todos os momentos que já vivemos,  
e por aqueles que ai vêm.

Aos meus pais, pois tudo o que sou  
e o que fiz, seria impossível sem o seu apoio,  
compreensão e carinho.

## Introdução

Aquilo que nos levou a estudar e realizar este trabalho foi o facto de a informação e as suas problemáticas terem sido uma das grandes preocupações dos legisladores, quer americano, comunitário e naturalmente o português, e encaradas como soluções para a resposta à crise que temos atravessado e tanto nos tem assolado.

De forma a estudá-la, não apenas de uma forma teórica, resolvemos integrar também um caso intrigante, que data de 2008, e que abalou todo o mundo financeiro: a insolvência do banco americano Lehman Brothers.

Com o intuito de dar forma ao trabalho, apresentamos as diferentes perspetivas da informação quer no direito societário, quer no de valores mobiliários. Posteriormente, apresentamos o caso da queda do banco, bem como algumas das mais importantes questões que têm sido levantadas por quem se tem debruçado ao estudo do mesmo.

Finalizamos este trabalho com a conclusão e todas as ilações que retiramos, quer do estudo, quer da pesquisa que efetuámos, de forma a dar corpo a esta dissertação.

A metodologia utilizada foi a pesquisa bibliográfica de doutrina portuguesa, americana, espanhola e suíça. Foi-nos útil também a visualização de alguns programas de televisão e pesquisas na internet relacionados com o tema.

## Informação na vertente do Direito das Sociedades Comerciais

A sociedade comercial visa prosseguir determinada atividade económica de natureza mercantil, sempre com carácter lucrativo, consoante o objeto social estipulado pelos seus sócios aquando da sua constituição ou que, ao longo da sua vida foi sofrendo alterações no respetivo contrato de sociedade.

Deste modo, o funcionamento da sociedade comercial consiste na prática dos atos que se enquadram no seu objeto social, e que se traduzem no exercício da atividade delimitada pelos seus sócios.

Neste sentido, estabelece o art. 21<sup>o</sup> CSC, que todo o sócio tem direito a obter informações acerca da “vida” da sociedade. Entende-se por informação toda e qualquer mensagem comunicável, tanto escrita como oral. Esta informação exige que os dados recolhidos sejam formulados e trabalhados pelo autor, de forma a que se tornem inteligíveis e perceptíveis ao recetor da mesma.

A lei prevê, assim, que este direito se manifeste por três vias distintas: direito à informação em sentido estrito, que consiste na possibilidade do sócio questionar o órgão de administração da sociedade sobre a vida social e exigir resposta precisa, completa e elucidativamente. O direito de consulta, que atribui ao sócio o poder de exigir ao órgão de administração a exibição de livros de escrituras, bem como outros documentos sociais, para que estes os possam examinar e o direito de inspeção, que possibilita ao sócio o poder de o exigir à sociedade o necessário para que se vistorie os respetivos bens sociais da mesma.

Historicamente, no Direito societário português, a informação (deveres e direitos) tem desempenhado um papel meramente acessório, face às normas de natureza substantiva que impõe ou proíbem determinadas condutas. Deste modo, a informação constitui apenas o meio através do qual se dá conhecimento aos participantes na vida societária (stakeholders), da situação financeira atualizada da mesma.

O que se pode verificar através de diversas opiniões<sup>1</sup>, o direito à informação era um direito acessório ou instrumental de outros direitos sociais, nomeadamente, o de participação nas deliberações. Esta matéria que, em nossa opinião pouco se tem alterado, apenas com alterações ligeiras e circunstanciais.

---

<sup>1</sup> Neste sentido, VENTURA, Raúl, *Sociedades por quotas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, vol. I, 4<sup>a</sup> Reimpressão da 2<sup>a</sup> Edição, p.278

Ainda que existam casos pontuais sancionadores, quer para a sociedade, quer para os seus responsáveis, parece-nos que, apenas, em casos pontuais, como o expresso no nº3 do art. 290º CSC. No referido caso, os gerentes ou administradores que recusem ilicitamente informação ou prestem informação falsa, incompleta ou não elucidativa, violam o dever legal de lealdade<sup>2</sup>. Caso este comportamento resulte em danos para a sociedade e/ou para os sócios, os responsáveis pela gestão da sociedade incorrem em responsabilidade civil, conforme os arts. 72º ss. e 79º CC, à qual, pode acrescer a responsabilidade penal, prevista nos arts. 518º e 519º CP.

Contudo, o órgão de administração da sociedade comercial deve prestar aos sócios, periódica e regularmente, contas das atividades desenvolvidas. Através deste mecanismo, estes podem avaliar a qualidade do desempenho daqueles que têm a seu cargo a gestão da sociedade. Para tal, deve o órgão de administração efetuar as contas, o balanço de cada exercício social, e também elaborar um relatório da gestão correspondente a esse hiato temporal.

A prestação de contas deve ser efetuada terminada o exercício social, momento em que, os membros do órgão de gestão têm de elaborar as contas para as submeter à apreciação e votação dos sócios. Geralmente recorrem a serviços auxiliares da sociedade para esta tarefa<sup>3</sup>.

A administração está também obrigada a efetuar um documento, que o art. 66º CSC denomina *relatório de gestão*, no qual deve descrever e sintetizar os principais pontos da vida societária no exercício social em questão. Este documento visa informar, não apenas os sócios, como também todos os *stakeholders*<sup>4</sup>, e deve conter uma exposição fiel e clara sobre a evolução dos negócios societários, o desempenho e posição da sociedade, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta, tendo em conta a dimensão e complexidade da sua actividade, não se cingindo apenas a aspectos financeiros da sua actividade, mas também abordando questões não financeiras, bem como a evolução da gestão nas áreas de domínio da sociedade, referindo ainda factos relevantes que ocorreram posteriormente ao encerramento do exercício, como expressam o nº 1, 2, 3 e 5 do referido artigo.

---

<sup>2</sup>Cfr. Artigo 64º nº1 b) CSC.

<sup>3</sup> Cfr. Artigo 65º CSC.

<sup>4</sup> Expressão que se refere aos interessados na sociedade e que aglutina clientes, fornecedores, trabalhadores, entre outros.

Em anexo a este relatório, funcionando não raras vezes como complemento do mesmo, a sociedade deve divulgar as participações sociais dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, dos acionistas titulares de ações ao portador que sejam representativas de um décimo, um terço ou metade do capital social (arts. 447º e 448º CSC), dado que a lei pretende proporcionar ao mercado a apreciação do aumento ou decréscimo destas participações, e dessa variação retirar possíveis ilações. Devem ainda ser referidos os negócios celebrados com os administradores (art. 397º, nº4 CSC). Entendemos que, de forma a atribuir um alto nível de transparência à sociedade, deverá este *relatório de gestão* referir os preços das transações ocorridas com membros do órgão de administração, por forma, a que as mesmas possam ser verificadas pelo órgão de fiscalização da sociedade.

Efetuada as contas, é elaborado o balanço da atividade da sociedade, com referência ao respetivo exercício. Este documento tem por base a confrontação e comparação entre o ativo e o passivo da sociedade, método através do qual se verifica a situação patrimonial da sociedade, aquando do encerramento do exercício.

O DL nº 185/2009, de 12 de Agosto veio introduzir alterações ao CSC. Nomeadamente, o art. 66º-A CSC, que na sua redação aumentou a complexidade dos documentos de prestação de contas. Nesse sentido, determina que anexado às contas se inclua operações que não estejam referidas no balanço, discriminação os honorários totais referentes a prestações de serviços. Também o art. 70º, nº2 al. b), enquanto obrigação aplicável aos exercícios económicos que se iniciaram em 2010, refere que, deve ser publicado no sítio da internet, o relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário. O legislador permite que este documento seja divulgado simultaneamente com o relatório de gestão supracitado.

Concluído todo este processo de elaboração de documentos respeitantes à prestação de contas, estes têm que ser aprovados internamente, pelo órgão de gestão, com parecer do órgão fiscalizador e, nesse caso, obtida a certificação legal das contas, sendo que, os referidos documentos têm que ser submetidos a aprovação dos sócios, em assembleia geral anual (de forma geral, no prazo de três meses contado do fim do exercício cfr. art. 65º, nº5 CSC), onde naturalmente estão sujeitos à apreciação dos mesmos.

Os supracitados documentos devem ser colocados à disposição dos sócios, com uma antecedência mínima de quinze dias, tendo por base a data prevista para a respetiva aprovação. Assim, os mesmos devem estar disponíveis na sede da sociedade, ou através do

sítio da internet da sociedade, caso não haja alguma proibição no contrato social cfr. 288, nº4 CSC. Em acréscimo, devem ser enviados aos acionistas que detenham, como mínimo, 1% do capital social e que o requeiram, tendo por base o direito de informação, cfr. art. 289º, nº 3 CSC.

A não apresentação em tempo devido do relatório de gestão, das contas do exercício, e dos demais documentos de prestação de contas, constitui um ilícito de mera ordenação social, punido com coima de €50 a €1500 (cfr. art. 528º, nº1 CSC). Se os documentos não forem apresentados nos dois meses seguintes ao fim do exercício social, esta omissão, pode levar à abertura de inquérito judicial para conhecimento da situação da sociedade, cfr. art. 67º, nº1 CSC).

## Informação: Especificidades do Mercado de Valores Mobiliários

Contrariamente, ao que se passa no Direito Societário, no Direito Valores Mobiliários, a informação assume um papel de destaque, fundamental para o funcionamento do sistema, com as mais variadas implicações. Esta grande diferença resulta das suas origens. Enquanto o direito societário tem raízes no direito alemão, italiano e francês, o direito dos valores mobiliários foi moldado por influência americana de *full disclosure*<sup>5</sup> e no direito comunitário, entretanto transposto para o nosso ordenamento jurídico.

Tendo em conta a alta velocidade de processos do mercado de instrumentos financeiros, é necessário que haja um contínuo e constante fluxo de informações, quer para investidores, quer para intermediários financeiros, supervisores e demais agentes do mercado. A informação é, deste modo, um tema transversal neste ramo do direito, visto que as suas implicações abrangem todos os aspetos desta disciplina, como o regime dos mercados, de intermediação financeira, ofertas públicas, supervisão e respetivas sanções através do direito penal mobiliário.

Deste modo, não existe uma única função atribuída à temática da informação. Dando exemplos, a informação económico-financeira das sociedades comerciais procura plasmar os resultados da gestão efetuada pela sua administração, as comunicações sobre participações qualificadas visam tornar pública a identidade dos sujeitos a identidade dos agentes que podem influenciar as sociedades abertas<sup>6</sup>. Sintetizando, e conforme explana CÂMARA<sup>7</sup>, a temática da informação visa atingir quatro grandes objetivos, a proteção dos investidores, robustecimento da governação das sociedades comerciais, defesa do mercado de valores mobiliários e prevenção de ilícitos.

Assim, a divulgação de informação desempenha uma função essencial na limitação da redução da eficiência do mercado, tanto direta como indiretamente. Diretamente, através do impacto no mercado de capitais (preço das ações) e no mercado de trabalho dos administradores e gestores da sociedade (reputação profissional). Indiretamente, pois

---

<sup>5</sup> Sistema criado após a crise de 1929 e visava evitar as assimetrias de informação, tendo sido constituído com dois alicerces: 1- O Securities Act que proibia a venda de valores mobiliários salvo se estivessem registados na Securities Exchange Commission; 2 - Securities Exchange Act que impôs às sociedades cotadas a criação e manutenção de um sistema de divulgação de informação continua, bem como apresentação de relatórios periódicos à SEC.

<sup>6</sup> Sociedades com títulos disponíveis no mercado de valores mobiliários.

<sup>7</sup> CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2ª Edição, 2011, p. 685.

permite a redução da assimetria de informação entre *players* do mercado. Existe uma maior igualdade entre “insiders” e “outsiders”, fator que beneficia o mercado de capitais. Deste modo, os deveres de informação permitem aos investidores avaliar de forma mais assertiva os riscos de ganhos ou perdas ligados ao seu investimento. Facto que beneficia o investidor, pois ao estar mais bem informado, pode agir de um modo mais eficiente na defesa dos próprios interesses.

A informação está, de forma geral, associada à proteção dos investidores e à promoção da eficiência do mercado dos valores mobiliários. Neste sentido, podemos ler na Diretriz da Transparência<sup>8</sup> que “[a] publicação de informações exatas, completas, oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu (emitentes) desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a proteção dos investidores como a eficiência do mercado”.

Em nossa opinião, convém recordar as especificidades do mercado de valores mobiliários, contrariamente a outros mercados, onde se comercializam bens de natureza fungível, cujas características são especificadas de forma simples. Pelo contrário, no mercado em causa, o comprador não pode analisar a sociedade emitente, e existe uma grande incerteza sobre a evolução de determinado valor mobiliário. Neste sentido, o investidor necessita de informação clara e fidedigna sobre a situação financeira do emitente, sobre os resultados esperados, em que mercados estão os seus produtos a ser transacionados, competência dos gestores da sociedade, entre outros. Estas informações, que podem ser completamente irrelevantes para o funcionamento de outro tipo de mercados, no caso do mercado em estudo são fundamentais para a proteção do investidor. Nesse sentido, a clareza das decisões empresariais e a divulgação desses indicadores de desempenho servem para uma avaliação da gestão que a sociedade tem sido alvo, o que favorece um efeito disciplinador do mercado de capitais.

Contudo, há outro aspeto que referimos, que não é de somenos importância, como a eficiência do mercado. Esta traduz-se na adequada formação dos preços dos valores mobiliários e na igualdade de oportunidades quanto a decisões de investimento, tentando contribuir para a limitação e redução do risco de *insider trading*<sup>9</sup>.

Partindo de uma perspetiva económica, a adequada formação de preços não sendo possível a distinção de diferentes valores mobiliários oferecidos no mercado, faz-se

---

<sup>8</sup> Diretriz 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004

<sup>9</sup> Informação privilegiada

através da média avaliada pelos investidores tendo como base a informação disponível. Dessa forma, AKERLOF<sup>10</sup> criou a ideia do domínio dos “limões” no mercado. Dado que, segundo este autor, quando existe falta de informação sobre um determinado produto, muitas vezes os produtos de qualidade são vendidos por um valor abaixo do seu real valor, assim como o contrário também se poderá verificar com frequência, e nessa ótica, os “limões” tomariam o mercado de assalto. Enquanto a apreciação económica se baseia em torno do grau de eficiência do mercado, refletida na capacidade de assimilar informação nos preços, o tratamento jurídico centra-se, em oposição, no estabelecimento de alicerces informativos necessários para que a eficiência seja assegurada normativamente, através de um amplo e eficaz conjunto de deveres informativos. Naturalmente, que à finalidade jurídica subjazem razões económicas, na medida em que, a obrigação de prestar informação ao mercado acaba por reduzir os custos que os investidores suportam na sua obtenção para a tomada de decisões de investimento<sup>11</sup>.

De forma paralela, a redução de custos suportados pelos investidores para a sua tomada de decisão de investimento, também origina uma redução dos custos de capital na obtenção de financiamento pelas empresas.

Por último, a função preventiva de irregularidades e ilícitos que está bem presente nesta temática da informação. Na sua génese, esta função visava expor publicamente as sociedades comerciais com negócios fraudulentos, de forma a evitar a sua ocorrência. Utilizando para esse efeito a censura social, pois esta projetava-se no comportamento dos agentes do mercado, o que evitava e desincentivava atos ilícitos ou irregulares.

Neste sentido, gostaríamos de explanar os argumentos, que FERREIRA GOMES<sup>12</sup> considera como mais frequentemente apresentados em defesa dos deveres de informação: a necessidade de aumentar a confiança do público no mercado, a necessidade de proteção dos investidores não sofisticados e a necessidade de aumentar o fluxo informativo credível para o mercado. Estes dois primeiros argumentos, só por si, não nos parecem justificar a imposição de deveres de informação, dado terem o caso do sistema *full disclosure*<sup>13</sup>, que não alcançou os resultados esperados, parece-nos sim mais adequada a divulgação voluntária de informação necessária, que acarreta um custo bem mais reduzido. Seria interessante, do nosso ponto de vista, uma reflexão do mercado acerca da incapacidade do

---

<sup>10</sup> AKERLOF, George A., *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, N.º3 Agosto 1970

<sup>11</sup> COFFEE, John, Jr, *Securities Regulations - Cases and Materials*, Westbury N.Y., 1992

<sup>12</sup> FERREIRA GOMES, José, *Os Deveres de Informação sobre Negócios com Partes Relacionadas e os Recentes Decretos-Lei N.ºs 158/209 E 185/2009*.

<sup>13</sup> Ver nota de rodapé n.º 5.

mesmo, por forma a obter um adequado fluxo de informação. Já em relação ao último argumento, é recorrente escutarmos que, na ausência de tais deveres, seria divulgada menos informação e que, o preço das ações, ao não refletir essa informação, causaria uma falha no mercado. A crescer ao facto de não se esperar dos *insiders* a divulgação de más notícias, descontando o preço das ações em conformidade.

Por outro lado, os opositores aos deveres de informação defendem ser expectável que os emitentes divulguem a informação voluntariamente, como garantia da qualidade do seu produto. Esta corrente enfatiza os benefícios que teriam os emitentes, ao destacar os seus produtos face aos “limões” do mercado, divulgando as informações essenciais sobre os mesmos, a fim de evitar o referido desconto sobre o valor das ações, a administração e os acionistas controladores das sociedades, poderiam divulgar toda a informação, tanto a mais positiva, como a negativa, *ex ante*<sup>14</sup>.

Contrapõe a outra corrente que, perante a assimetria de informação, não é possível garantir que os benefícios trazidos à sociedade pela não divulgação de más notícias não excederão os custos associados à violação do compromisso assumido e, ainda menos, os benefícios privados dos *insiders* inerentes à não divulgação de tais notícias. Acresce ainda, o facto dos mecanismos associados à fiscalização deste compromisso serem normalmente, dispendiosos ou mesmo indisponíveis.

Além destes, têm sido apontados outros argumentos em favor dos deveres informativos como os deveres de informação que permitem, de certo modo, limitar os já referidos problemas de agência, pois perante o risco de divulgação pública da incompetência ou violação de deveres, os administradores recearão o seu posto de trabalho, bem como, uma quebra na sua reputação, com consequência numa desvalorização pessoal e até os acionistas controladores temem uma desvalorização das suas participações sociais. É, ainda, frequente a divergência entre os benefícios privados da sociedade e os benefícios sociais decorrentes da divulgação da informação. Esta divulgação acarreta custos para as sociedades, beneficiando o bem-estar dos investidores e o bem-estar social, através do aumento da precisão dos preços das ações e da redução dos custos de agência. O caso de divulgação confidencial pode, muitas vezes, beneficiar os concorrentes, reduzir as opções de financiamento da sociedade ou, inclusive, alertar potenciais adquirentes através de OPAs hostis<sup>15</sup>. Assim, esta pode ser uma estratégia da

---

<sup>14</sup> Em momento anterior.

<sup>15</sup> Art. 173º ss CVM

administração, não com o intuito de dissimular benefícios privados, mas com o objetivo de adicionar ou manter o valor da sociedade.

No entanto, conforme explana KRAAKMAN<sup>16</sup>, as legítimas opções da administração de uma sociedade, centradas no seu interesse social, podem ser ilegitimamente seguidas pelas administrações de outras sociedades, sem que o mercado possa chegar a ter condições para determinar porque é que uns e outros optam pela não divulgação de informação.

Do ponto de vista de FERREIRA GOMES<sup>17</sup>, na ausência dos deveres de informação, que especifiquem regras e padrões para o formato, conteúdo e qualidade da informação, é provável que esta seja apresentada de forma idiossincrática, reduzindo o seu valor para um investidor. Apesar de haver exemplos de coordenação voluntária entre emitentes, os deveres legais e regulamentares de informação permitem agilizar processos em relação a padrões comuns de divulgação de informação.

Existe, ainda, um argumento utilizado por COFFEE<sup>18</sup>, que nos parece importante, o da redução de custos para a sociedade com a pesquisa de informação. Hoje, os principais destinatários de informação são os analistas financeiros. Estes pesquisam em várias fontes, verificam, testam e comparam a informação divulgada pelo emitente, não apenas para prevenir fraudes, mas para filtrar as perspectivas “caseiras” da informação divulgada.

Desta forma, um sistema de divulgação imperativa de informação pode ser entendido como uma estratégia de redução de custos, através do qual a sociedade subsidia custos de pesquisa para assegurar tanto uma maior quantidade de informação, como um melhor teste da sua exatidão. Mesmo que o resultado desse esforço não afete significativamente o equilíbrio entre compradores e vendedores, melhorará a eficiência de alocação do mercado de capitais, o que, por sua vez, determinará possivelmente uma maior produtividade da economia.

Sem prejuízo do que foi exposto, deve recordar-se que a imposição de deveres de informação tem custos que, apesar de inicialmente suportados por aqueles que vinculam, acabam por ser repercutidos sobre os beneficiários dos mesmos. Por isso, o mérito de cada dever de informação deve ser questionado face aos custos inerentes à preparação e

---

<sup>16</sup>KRAAKMAN, Reinier, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in FERRARINI, GUIDO, KLAUS J. HPOT, JAAP WINTER e EDDY WIMEERSCH (eds), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, New York: Oxford University Press, 2004.

<sup>17</sup>FERREIRA GOMES, op. cit

<sup>18</sup>COFFEE, John, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*

divulgação da informação. Estes abrangem custos denominados diretos: sejam diretamente associados à produção e divulgação da informação; sejam custos de oportunidade inerentes ao tempo despendido por cada participante no processo de produção e divulgação de informação, mas também os indiretos (difíceis de mensurar) onde se incluem, por exemplo, custos associados à não prossecução de um projeto lucrativo em sigilo, mas que, sendo obrigatória a transmissão da informação, se perde, caso a mesma seja revelada, custos associados ao excesso de informação<sup>19</sup>, suportados pelos investidores, de forma a compreender qual a informação verdadeiramente relevante. Assim, na ponderação da onerosidade de um específico dever de informação, deve distinguir-se consoante o sujeito esteja ou não já vinculado a outros deveres. Em caso afirmativo, será menor o custo associado ao cumprimento deste dever específico em análise. Para as sociedades cotadas, obrigadas à apresentação periódica de informação ao mercado, a preparação e inclusão de informação em cumprimento de um novo dever legal ou regulamentar, poderia tornar-se pouco oneroso. No entanto, estamos em crer, que mesmo nestas sociedades cotadas, pode implicar a origem de custos significativos. Tenha-se em consideração o exemplo dos custos associados ao cumprimento do dever de informação imposto pela “Section 404” do Sarbanes Oxley Act<sup>20</sup>, implementado nos Estados Unidos após os escândalos financeiros verificados no início do milénio. Com estas alterações, as sociedades visadas devem incluir no relatório anual, a divulgar através da SEC, um relatório de controlo interno, do qual deve constar uma declaração de responsabilidade da administração pelo estabelecimento, a manutenção de uma estrutura e desses procedimentos de preparação, bem como a divulgação de informação financeira, no qual também seja incluído uma avaliação de eficácia da referida estrutura e desses procedimentos à data da conclusão do exercício. Além disto, a avaliação da administração deve ser certificada pelo auditor da sociedade. Conforme é visível, o cumprimento deste dever de informação exige a prévia implementação de um sistema de controlo interno adequado às características da sociedade visada, numa jurisdição caracterizada por um grande nível de litigiosidade, agravada pela desconfiança e insegurança decorrentes dos graves escândalos verificados e da grave crise económica mundial que se lhes seguiu.

Contudo, o mesmo raciocínio não poderá ser feito para sociedades de menor dimensão, razão pela qual, desde o nosso ponto de vista, se justificam limitações aos deveres de informação destas sociedades. Neste tipo de sociedades, não existe a pressão do mercado de capitais e é mais reduzida a pressão do mercado de trabalho dos gestores.

---

<sup>19</sup> Apelidados de “noise costs”

<sup>20</sup> Public Company Accountig Reform and Investor Protection Act of 2002, 15 U.S.C. §7201 e s., 107 Pub. L. N° 204, 116 Stat. 745

Por um lado, não existe variação do preço das participações sociais sujeitas a um mercado líquido, por outro, são poucos aqueles que acompanham, periodicamente, o caminho deste tipo de sociedades, por forma a avaliarem a gestão efetuada pela sua administração. Por tudo isto, parece-nos, de certo modo, inútil a utilização deste mecanismo neste tipo de sociedades de menor dimensão.

## Grave crise e queda do Lehman Brothers

Nestes últimos anos temos vivido uma grave crise económica. Esta começou por surgir no setor financeiro, derrubando muitas das ideias pré-concebidas no sistema, com consequências cuja extensão ainda hoje não é possível conhecer.

Assim, estiveram presentes neste período sinais típicos do que, geralmente, é denominada bolha especulativa. Este foi um processo de “loucura coletiva”<sup>21</sup>, num período de absoluta prosperidade<sup>22</sup>, em que vários agentes económicos tomaram como certas determinadas expectativas (altas), o que acabou por gerar a falsa convicção de valorização dos ativos<sup>23</sup>. Este fenómeno foi atraindo cada vez mais seguidores, que chegaram mesmo a acreditar que seria um processo interminável e que ia sempre gerar riqueza, até que chegou ao limite, e não existiu mais ninguém disponível para ingressar neste “jogo”. Deste modo, o que originou esta bolha especulativa foi a enorme expansão do crédito, criando uma dimensão de tal ordem enraizada no sistema, que o seu impacto a nível global e sobre a economia foi estrondoso e que ficou conhecida como a crise do *subprime*.

Um dos episódios mais marcantes desta crise foi, sem sombra de dúvida, a “queda” de um dos grandes bancos de investimento americano o Lehman Brothers.

Quando em 1844<sup>24</sup> Henry Lehman fundou com os seus dois irmãos (Emanuel e Mayer) uma pequena mercearia que apelidaram de Lehman Brothers, nenhum destes, por muito visionário que fosse, imaginava que viria a atingir as dimensões que alcançou, dado que este começou por ser um pequeno negócio familiar. Desta forma, depois de inúmeras transformações e mutações ao longo dos anos, o Lehman Brothers foi um dos maiores<sup>25</sup> e mais poderosos bancos de investimento americanos que “ruiu”<sup>26</sup> no dia 15 de Setembro de 2008, criando o pânico generalizado no mundo financeiro, agudizando uma das mais graves crises mundiais de sempre.

---

<sup>21</sup> BENTO, VÍTOR, *Crise económica, ou mais que isso?*, Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal, Ano I, Número 4, Inverno, 2008, Almedina.

<sup>22</sup> Nos EUA entre 1994 e 2004 a taxa de aquisição de casa própria aumentou dos 64% para os 70%, com base em dados do Banco Federal Americano.

<sup>23</sup> Entre 1997 e 2006, o preço médio de aquisição de casa nos EUA aumentou 124%, com um forte encorajamento do Governo Federal cfr. MADHANI, Pankaj, *Bankruptcy of Lehman Brothers, A Pointer of Subprime Crisis*, Junho de 2009, Icfai University Press.

<sup>24</sup> History of Lehman Brothers, Harvard Business School Baker Library Historical Collections.

<sup>25</sup> Quinto maior banco de investimento mundial.

<sup>26</sup> Pediu o chamado capítulo 11 que equivale à insolvência no ordenamento jurídico português.

Esta crise imobiliária (Subprime) deveu-se a vários fatores: a incapacidade dos proprietários para pagar os empréstimos contratualizados com as entidades financeiras financiadoras do empréstimo através da hipoteca do imóvel, a más decisões de atribuições de crédito a pessoas cuja real capacidade financeira não o permitia, à excessiva especulação imobiliária com o conseqüente aumento desmesurado do preço dos imóveis, à falta de regulação e supervisão das entidades governamentais sobretudo, no que respeitava a novos produtos<sup>27</sup>, que permitiam a alavancagem financeira dos particulares, entre muitos outros que podíamos referir.

No que concerne ao caso específico da insolvência<sup>28</sup> do Lehman Brothers, muitas opiniões se têm versado sobre a mesma mas, nos pontos em que parece existir unanimidade, é que existiu “maquilhagem contabilística”, má interpretação das demonstrações financeiras do banco, chegando a haver um comportamento pouco ético por parte da administração do banco.

Tal como outras entidades financeiras, o Lehman Brothers utilizou em demasia produtos financeiros que vieram a tornar-se perigosos, ao estarem assentes em valores altamente inflacionados e que não correspondiam ao respetivo preço real do bem. Estes realizavam financiamentos a sociedades e a particulares para a aquisição de imóveis, tendo como garantias reais (hipotecas) sobre os referidos imóveis, facto que se veio a revelar altamente falacioso. Quando começou a haver incapacidade para pagar o estipulado no financiamento, aquilo que estava garantido esfumou-se, pois os valores pelos quais os imóveis estavam avaliados eram ultra inflacionados, ou seja, resistiram à redução drástica do valor das garantias.

A acrescer a este problema, o banco utilizou um mecanismo contabilístico aparentemente legal (REPO 105), para propósitos distintos daqueles que o mesmo foi concebido. Comprava títulos estatais a outros bancos, utilizando a linha especial de apoio ao financiamento do Lehman Brothers, e, posteriormente, no final de cada exercício, esses títulos eram transferidos para a sucursal de Londres, denominado “Lehman Brothers International”. Já em Londres, vendia os ativos, recebendo dinheiro mas acordando comprá-los de volta em um momento posterior, por um preço mais elevado, numa majoração de, pelo menos 105 por cento. O dinheiro recebido por estas transações era usado para cobrir e pagar uma grande quantidade do passivo. Esta redução nos ativos e passivos mostrou demonstrações financeiras trimestrais mais saudáveis e rácios

---

<sup>27</sup> Exemplos: CDOs - Collateralized Debt Obligations; SWAPs;

<sup>28</sup> Maior insolvência da História Americana.

correspondentes aos expectados pelos reguladores, investidores, e pelo público em geral. Este “esquema”, ao ser considerado como uma venda verdadeira, e não um empréstimo, teve um impacto significativo na contabilidade do banco, ao reduzir, consideravelmente, o seu passivo, facto que muitos autores<sup>29</sup> afirmam ter despistado os supervisores americanos.

Por último, há que referir o comportamento pouco ético da administração do banco. Este é um ponto recorrente, não apenas no sistema financeiro mas em muitas sociedades comerciais. Dito isto, parece-nos importante referir que o papel económico do sistema financeiro é a intermediação entre aforradores e investidores, a utilização da poupança e distribuição de riscos. Desta forma, o sucesso da intermediação está, essencialmente, dependente da confiança que levará que passem a possíveis clientes. Por forma a exponenciar a confiança para o duradouro relacionamento, é essencial que os “utilizadores de fundos lhes assegurem uma aplicação suficientemente reprodutiva, aumentando o potencial de produção futura e, com ele, a capacidade de conversão dos direitos de saque sobre ela existente”<sup>30</sup>. No entanto, tem existido um crescente desvio, para fins não produtivos e um aumento do número de ativos financeiros<sup>31</sup> (derivados financeiros), o que fez com que se tenha inflacionado a perceção da riqueza. A afeição por lucros<sup>32</sup> foi de tal ordem, que todos os meios justificaram os fins. BENTO<sup>33</sup> refere que o caminho “que tem sido facilitado pela constante imaginação, capacidade de ocultação da realidade aportadas por engenharias financeiras, cuja sofisticação conseguiu criar a ilusão de que a escassez de recurso deixara de ser uma restrição activa das escolhas económicas”.

Outro ponto muito discutido tem sido o da possibilidade de violação do *Sarbanes-Oxley Act*<sup>34</sup> por parte da administração do Lehman Brothers. Este foi o mecanismo legal que surgiu em resposta aos colapsos da *Enron Corporation*<sup>35</sup> e da *WorldCom*, devido a escândalos contabilísticos. Este desígnio legal teve como intuito reparar a confiança dos investidores, mas também aumentar a precisão dos relatórios financeiros, bem como melhorar o sistema de *corporate governance*, de forma a garantir a independência dos

---

<sup>29</sup> AZADINAMIN, Amirsaleh, *The Bankruptcy of Lehman Brothers: Causes of Failure & Recommendations Going Forward*, 14 de Março de 2013, Swiss Management Center University.

<sup>30</sup> BENTO, Vítor, op cit., p. 24

<sup>31</sup> No ano 1980, a soma de todos os ativos era equivalente ao PIB mundial, atualmente corresponde a quatro vezes aquele valor, conforme dados do FMI.

<sup>32</sup> Expressão utilizada por Oliveira e Costa nas Audiências Parlamentares do caso BPN.

<sup>33</sup> BENTO, Vítor, op. cit., p. 27

<sup>34</sup> Ver nota de rodapé nº 18.

<sup>35</sup> COFFEE, John, Jr., *What caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School, Working Paper Nº 214, Janeiro 2003

administradores e acrescentar algum controlo de boas práticas e procedimentos internos. Caso se prove que a administração do banco estava a par destes estratagemas contabilísticos, estes podem e, em nossa opinião devem, ser responsabilizados. Assim, e como ao que parece, a administração do Lehman Brothers tinha total conhecimento e consciência da utilização deturpada do Repo105, e a mesma, para tal podia responder tanto criminal como civilmente pela violação do *Sarbanes-Oxely Act*.

Poderia este colapso ter sido evitado? Evidentemente existem opiniões completamente contrárias, que não poderíamos deixar de aflorar neste trabalho.

De um lado, alguns autores<sup>36</sup> defendem que através de uma maior supervisão e regulação, bem como uma auditoria com critérios mais apertados, este processo poderia ter sido evitado. Nos Estados Unidos, têm sido apontadas como principais causas destes escândalos financeiros, o aumento dos incentivos dos gestores para cometer fraudes contabilísticas, mas também o aumento dos incentivos aos *gatekeepers*<sup>37</sup> para serem coniventes nessas fraudes. Os resultados tornaram-se numa obsessão dos gestores que, para a obtenção desse objetivo transitório, tudo sacrificam. Esta dita obsessão, é desencadeada por uma “competição ostentatória”<sup>38</sup>, estimulada por analistas, comunicação social e mesmo pelos investidores. A acrescer ao facto de ser reforçada pelos estímulos dos incentivos remuneratórios. Neste sentido, a constante competição levou, muitos dos gestores, a descurar a sustentabilidade das empresas e a favorecer comportamentos transgressores, ao invés de princípios que deveriam ser basilares na gestão de uma empresa, e na vida em geral, como a prudência, decência e confiança. Falamos de uma época em que era total a ausência de reprovação sancionatória e, naturalmente, o rebaixamento do padrão ético confere uma vantagem competitiva, dado que os comportamentos transgressores melhoram os resultados imediatos.

Por outro lado, existe uma corrente doutrinária<sup>39</sup> que defende um pouco a ideia traduzida pelo ditado: “depois do batizado feito, não faltam padrinhos”. Deste modo,

---

<sup>36</sup> KIRK, Luke, *What caused the failure of Lehman Brothers? Could it have been prevented? How? Recommendations going forward*, Swiss Management Center, Janeiro 2012.

<sup>37</sup> “Intermediários reputacionais que servem os investidores através da preparação, verificação, ou certificação da informação que recebem”. Exemplo: Auditores, responsáveis pela revisão legal de contas. – FERREIRA GOMES, José, *A Fiscalização Externa Das Sociedades Comerciais E A Independência dos Auditores*, Outubro de 2005.

<sup>38</sup> BENTO, Vítor, op. Cit., p.28

<sup>39</sup> FERNANDEZ, Pablo, *La insolvencia de Lehman Brothers en septiembre de 2008: sobre su previsibilidad y sobre algunos “profetas a posteriori”*, IESE Business School, Março de 2012

partindo de dados concretos, desde logo, a classificação como “A”<sup>40</sup> de todas as agências de notação de risco até ao dia do colapso do banco, a evolução do CDS<sup>41</sup> muito similares ao de todos os outros bancos mundiais no contexto de crise internacional, nomeadamente, alguns dos seus concorrentes, como o *Merril Lynch* ou o *Goldman Sachs*, perante isto, ninguém poderia ter previsto o sucedido em Setembro de 2008. Desde logo o facto de nunca ter havido a insolvência de uma entidade americana com esta dimensão e com a classificação de “A”, diz bem a imprevisibilidade de todo este processo. Segundo a *CNVM*, a queda do *Lehman Brothers* afetou 459 instituições de investimento coletivas espanholas<sup>42</sup> e teve um impacto de €300 milhões<sup>43</sup>. *FERNANDEZ*<sup>44</sup> chega mesmo a afirmar que aqueles que vaticinavam tão fidedignamente a quebra do *Lehman Brothers*, tinham uma extraordinária forma de enriquecer, nomeadamente através da compra de opções de venda ou warrants de venda sobre as ações do *Lehman Brothers*. Na sua opinião, estes que classifica como “profetas a posteriori”, ao não terem aproveitado a oportunidade para se transformar em milionários, não têm qualquer credibilidade.

Na nossa opinião, no que diz respeito a este assunto, é que ninguém poderia afirmar ser espectável o que veio a acontecer no dia 15 de Setembro de 2008. Sobretudo pelas referidas avaliações feitas pelas agências de notação de risco, mas também tendo por base os rácios e todos os indicadores comparativos entre instituições financeiras. No entanto, parece-nos que todo este processo poderia ter sido evitado através de uma maior capacidade, ou de mais meios, de supervisão das entidades responsáveis. Contudo, a perplexidade em todo este processo é de ressaltar, sobretudo quando verificámos que existiram outros casos de situações limite<sup>45</sup>, mas que nos referidos casos, essas sociedades tiveram auxílios estatais, ou foram adquiridas por outras sociedades com interesse nas mesmas. Parece-nos, de algum modo estranho, não terem existido interessados na

---

<sup>40</sup> Escala de classificação de risco das agências de notação de risco, que varia de A a D, sendo que, A é a melhor e D a pior.

<sup>41</sup> Credit Default Swap, o nível do CDS proporciona uma indicação do risco de uma empresa ou estado, através da respetiva dívida.

<sup>42</sup> Existiram desde 2008 vários processos nos tribunais espanhóis com fundamentos: de error en el consentimiento art.1.266 CC, dolo art. 1.269 CC; resolución del contrato art. 1.124 CC; responsabilidad contractual por falta de diligencia en el cumplimiento de la intermediación o del asesoramiento art. 1.101 CC; - *El caso Lehman Brothers en la jurisprudencia española. Alcance de la responsabilidad de las entidades bancarias y de las empresas de servicio de inversión*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil num. 128/2013, Editorial Lex Nova. Por exemplo, EDJ 2011/312719 SAP Madrid de 2 de Novembro de 2011.

<sup>43</sup> Relatório Anual da CNVM 2008, p. 259

<sup>44</sup> FERNANDEZ, Pablo, op. Cit.

<sup>45</sup> Por exemplo: AIG

aquisição de um banco desta dimensão, ou mesmo, que neste caso específico, as entidades americanas não tenham prestado auxílio financeiro.

O que daqui resulta e transparece é que por muito sofisticados que sejam os meios de supervisão, estes ainda não previnem todos os tipos de risco, o que será extremamente difícil, dado a forma complexa como se processa o sistema financeiro na atualidade. No entanto, julgamos que os supervisores devem tentar encontrar formas mais eficazes e eficientes de supervisão, dado que, os bancos não podem, do nosso ponto de vista, ser encarados como sociedades comerciais “normais”, isto porque contêm o dinheiro de poupanças de aforradores, que sem o mesmo ficariam numa situação catastrófica.

A par de tudo isto, o risco de queda em todo o sistema, caso existisse uma eventual corrida aos depósitos, seria desastroso para a economia em causa. Lembramos o acontecido em Chipre, em 2012, onde por força de medidas de carácter extraordinário tomadas pelos Ministros das Finanças da zona euro, os bancos estiveram encerrados mais de uma semana, para tentar evitar o referido fenómeno.

## Papel dos Auditores

Outra das problemáticas que tem surgido neste processo Lehman Brothers está relacionada com a auditora *Ernst & Young*. Há inclusive alguns autores que vêm neste caso várias semelhanças com o caso *Enron* que levou à queda da *Arthur Andersen*<sup>46</sup>, e imputam responsabilidade à *Ernst & Young*, dado esta ser a auditora do banco. Apontam-lhe diversas falhas: não terem alertado do real estado das finanças do banco, da duvidosa conduta dos membros da administração, da utilização criativa do Repo 105 e, conseqüente diferença que produzia nos balanços, acrescida do facto de nem terem questionado as operações efetuadas fora do balanço. As acusações vão no sentido da postura da auditora ter sido a de ignorar as evidências, parecendo que receava, de algum modo, possíveis ações de responsabilização, e por isso pedia, única e exclusivamente, a mínima informação exigida.

Tendo em conta que este não é o primeiro escândalo envolvendo uma grande empresa, tem sido muito questionado na doutrina o papel das empresas de auditoria (nomeadamente as *big four*<sup>47</sup>). Existe, neste momento, a ideia de que com o decorrer do tempo pode ser criada uma relação de parceria entre os auditores e as administrações das sociedades. Esta parceria pode tornar-se algo nefasta, dado que, simultaneamente pode ser celebrado uma espécie de acordo de não-agressão. Há uma tendência para a omissão de cuidado, tanto de um lado como de outro, pois sabem que dificilmente se levantariam dúvidas e problemas. Contudo, esta atitude é contrária àquela que se espera de um auditor, que acaba por valorizar mais a vertente comercial e tentando a manutenção do cliente. Caso contrário, se aplicarem uma grande rigidez e inflexibilidade, também correm o risco de ser substituídos por concorrentes, acrescido do dessa reputação os perseguir no mercado de potenciais clientes. Deste modo, cria-se uma situação algo difícil de gerir para alguém que, como estas empresas tem a missão de passar em revista as contas das sociedades.

Nesse sentido, a tendência dos novos códigos de *corporate governance* e das normas comunitárias<sup>48</sup> têm sido a de atribuir a independência aos órgãos fiscalizadores das sociedades comerciais, quer sejam internos ou externos. Para isso, limitou-se o número de mandatos e a sua respetiva duração. Por outro lado, limitou-se também o

---

<sup>46</sup> Uma das grandes auditoras que acabou por ser absorvida pela Deloitte and Touch.

<sup>47</sup> Quatro grandes empresas de auditoria: PWC, Deloitte, Ernst & Young e KPMG.

<sup>48</sup> Diretiva 2006/43 CE de 17 de Maio de 2006 relativa à revisão legal de contas

relacionamento com o cliente, assim, o auditor não deverá participar em qualquer processo de decisão do seu cliente, nem poderá auditar as contas caso tenha qualquer relação financeira, empresarial, de trabalho ou de qualquer outro tipo com o mesmo que possa comprometer a sua independência. Esta solução é diferente da solução americana<sup>49</sup>, onde existe a proibição direta de prestação de determinados serviços extra auditoria em simultâneo à prestação de serviços de auditoria.

Esta é uma daquelas questões, em que segundo apuramos, ninguém obtém benefício. No caso em apreço, por exemplo, embora não seja facilmente detetada esta usurpação contabilística, fica a impressão de que através de uma análise profunda da contabilidade do banco, como aquela que se exige a um auditor cuidadoso e diligente, seria o bastante para a ter descoberto e, procedido à subsequente denúncia.

Por outro lado, muitas vezes a informação facultada pela empresa não é a mais completa, é a mais conveniente, o que origina que o trabalho baseado em dados incompletos. Deste modo, por muito aprofundada que seja a auditoria, esta vai ser sempre deficitária, na medida em que, existem dados por revelar e que o auditor não teve acesso.

---

<sup>49</sup> Sarbanes Oxley Act

## Reflexões/ Soluções para a crise

Nas palavras de MENEZES CORDEIRO<sup>50</sup>, quando um grande número de pessoas tomam, em simultâneo a mesma opção aquisitiva, gera-se a denominada "bolha". É sinal de que, normalmente, a irracionalidade e a massificação criam desequilíbrios financeiros. Este fenómeno acontece porque a decisão económica se baseia naquilo que o agente julga que vai acontecer. Deste modo, há aqui um indubitável risco, dado que, a antecipação não é totalmente segura. Por exemplo, se um agente compra ações, na expectativa de que estas subam, ele está a promover a sua subida. Ao contrário, se vende por acreditar que o preço das mesmas vai descer, existe um impulso para que estas desvalorizem.

A doutrina clássica proclama que o resultado mais justo depende do livre jogo dos agentes, desde que, estes estejam informados e autónomos ou independentes da sua vontade. No entanto, mesmo informados e livres, existe uma tendência para escutar opiniões alheias (massificação), não atuar no melhor sentido (irracionalismo), não configurar a opção mais benéfica (risco), o que acaba por interferir na decisão final tomada pelo agente. Isto porque esta doutrina clássica não inclui, no seu modelo, as características inerentes à condição humana, partindo apenas do plano teórico.

Com isto, a facilitação de financiamento (crédito) é um risco para a entidade que a efetua. Com a conjectura da crise imobiliária, os incumprimentos surgiram em catadupa, o que levou à depressão do mercado, tornando-se numa espiral negativa, bastante difícil de conter e controlar. A forma como o sistema financeiro estava interligado fez com que a crise não ficasse apenas pelo setor específico em que mais incidiu. A desconfiança levou a um agravar severo desta crise que começou por ser imobiliária, mas que se alastrou a diversos setores. Dado que os títulos não possuem nenhum valor intrínseco, apenas têm valor se tiverem procura, a crise tomou proporções enormes. O colapso de todo o sistema financeiro apenas não se verificou pela pronta intervenção dos bancos centrais americanos e europeus.

De forma a solucionar a já referida crise do *subprime*, que acabou mesmo por contagiar os mercados de capitais e a finança mundial, criou-se a ideia de que existia uma enorme "opacidade"<sup>51</sup> neste mundo financeiro. No nosso entendimento, a opinião pública ficou mais preocupada em encontrar os culpados do que em procurar soluções. No entanto,

---

<sup>50</sup> CORDEIRO, António Menezes, A Tutela do Consumidor de Produtos Financeiros e a Crise Mundial 2007/2010.

<sup>51</sup> CORDEIRO, António Menezes, Pag. 629

a opinião quase generalizada foi a de que os consumidores finais não seriam os responsáveis pela mesma, e que não poderiam ter conhecimento de forma a arcarem com as responsabilidades. Do nosso ponto de vista, esta perspectiva pode, inclusive, ser perigosa do ponto de vista da segurança jurídica, desresponsabilizar pessoas pelos seus atos, depois destes se revelarem catastróficos. Muitas destas pessoas acreditaram, por exemplo, que estariam a fazer depósitos a prazo com taxas bem mais elevadas do que as fixadas por outros bancos. Na altura não estranharam esse facto, tendo troçado daquele que se mantinha do lado mais prudente. No entanto, quando evidentemente as coisas não correram bem, disseram-se enganados e ignorantes de que tipo de produto subscreveram. Fica a questão: que mensagem passa este género de pensamento?

Este foi também o entendimento do legislador português, ao acreditar que a resolução para os problemas originados por esta crise são um acréscimo de informação e maior transparência. Para esse efeito criou o DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, que refere no seu artigo 2.º n.º1 que “têm que ser identificados na informação privilegiada prestada aos aforradores e investidores e nas mensagens publicitárias como produtos financeiros complexos”, e no n.º 2 introduz um prospeto informativo “em linguagem clara, sintética e compreensível”, completando o n.º 3 que essa informação “tem que ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva, lícita e adequada de modo a garantir o investimento de acordo com critérios de compreensão, adequação e transparência”, e faz depender, no n.º5, as mensagens publicitárias desses “produtos financeiros complexos” de “aprovação da autoridade responsável pela supervisão do instrumento em causa, sem prejuízo da aplicação do disposto no Código de Publicidade”.

Contudo, foram muitos os afetados com esta crise, dado que esta “devorou fortunas, mas devorou, ainda as poupanças de pequenos aforradores, suprimindo milhares de postos de trabalho”<sup>52</sup>, diminuindo muitíssimo a qualidade de vida de inúmeras pessoas que tinham criado uma expectativa de vida estabilizada.

Com isto, e apesar de nos parecer importante uma maior transparência e informação, não nos parece que essas sejam as verdadeiras soluções para este problema. Deste modo, esperando alguma moderação e contenção das instâncias que lidam com este problema, de forma a evitar populismos, julgamos que a resposta terá de passar, obrigatoriamente, por encontrar meios de supervisão adequados e eficazes, não só a nível nacional, como europeu e mundial, dada a conexão e correlação vigente em todo o sistema financeiro. A nível europeu parece-nos gritante que o funcionamento passe por uma

---

<sup>52</sup> CORDEIRO, António Menezes, op. Cit., P. 631

regulação e supervisão comum a todas as instituições, pelo menos da zona euro, já que têm uma moeda comum. Temos ouvido, nestes últimos dias, falar de uma possível união bancária, mas ao que tudo indica ficará adiada, pois não interessa a alguns dos países mais sonantes da zona euro. Estes preferem manter o sistema tal como está, para manterem o seu domínio sobre os demais estados-membros<sup>53</sup>.

Contudo, e na expectativa da união bancária, em nosso entender, esta medida poderia ser extremamente interessante para os países membros da zona euro. A mesma poderia catapultar a zona euro e toda a União Europeia para um novo rumo de homogeneidade e cooperação que seriam úteis para os seus membros e seus nacionais.

Esta inovação poderia possibilitar quer aos estados, quer a empresas e particulares a possibilidade de financiamento em toda a zona euro. Nesse sentido, haveria com um grande aumento da concorrência bancária, o que beneficiaria o consumidor final, nomeadamente, nas condições mais vantajosas em que poderia obter esses produtos financeiros.

Outro ponto interessante desta união bancária poderia ser a criação de um órgão de supervisão comum a toda a União Europeia, com meios de regulação mais restritivos e com medidas sancionadoras severas para quem o incumprisse. Este faria com que existisse maior homogeneidade e confiança no sistema bancário destes referidos estados e atribuiria também maior força e poder ao BCE.

---

<sup>53</sup> AMARAL, João Ferreira do, *Crise e Instituições Europeias*, Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal, Ano I, Número 4, Inverno, Almedina, 2008.

## **Bibliografia**

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito Comercial, Volume II, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011.

AKERLOF, George A., The Market for “Lemons”: Quantity Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Nº 3, 1970.

AZADINAMIN, Amirsaleh, *The Bankruptcy of Lehman Brothers: Causes of Failure & Recommendations Going Forward*, Swiss Management Center University, 2013.

AMARAL, João Ferreira do, Crise e Instituições Europeias, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, Ano I, Número 4, Inverno, Almedina, 2008.

BENTO, Vítor, Crise Económica, ou mais do que isso?, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, Ano I, Número 4, Inverno, Almedina, 2008.

BOAMAH, Kwabena, *The Collapse of Lehman Brothers – How It Happened.*, Swiss Management Center, 2011.

CÂMARA, Paulo, Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2, 1998.

CÂMARA, Paulo, *Crise Financeira e Regulação*, Lisboa, 2009.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, 2011.

COFFEE, John C., Jr., Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, *Virginia Law Review*, Vol. 70, Nº4, 1984.

COFFEE, John C., Jr., *Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers*, Stupid, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper Nº 207, 2002.

COFFEE, John C., Jr., *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990’s*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper Nº 214, 2003.

COFFEE, John C., Jr., e JOEL SELIGMAN, *Securities Regulation*, 9 ed., New York: Thomson West, 2003.

CORDEIRO, António Menezes Cordeiro, *A Tutela Do Consumidor de Produtos Financeiros e a Crise Mundial de 2007/2010*, Estudos em Honra do Prof. Doutor José Manuel Sérvulo Correia, 2010.

CUNHA, Paulo Olavo, Direito das Sociedades Comerciais, 5ª Edição, Almedina, 2012.

FERNANDEZ, Pablo, La insolvencia de Lehman Brothers en septiembre de 2008: sobre su previsibilidad y sobre algunos “profetas a posteriori”, IESE Business School, 2012.

GOMES, José João Montes Ferreira, A Fiscalização Externa das Sociedades Comerciais e a Independência dos Auditores, 2005.

GOMES, José João Montes Ferreira, Os Deveres de Informação sobre Negócios com Partes Relacionadas e os Recentes Decretos-Lei N.ºs 158/2009 e 185/2009, Cadernos CMVM, 2009.

KIRKE, Luke, What caused the failure of Lehman Brothers? Could it have been prevented? How? Recommendations going forward., Swiss Management Center University, 2012.

KRAAKMAN, Reinier, Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay, in FERRARINI, GUIDO, KLAUS J. HOPT, JAAP WINTER e EDDY WYMEERSCH (eds), Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford, New York: Oxford University Press, 2004.

MADHANI, Pankaj, Bankruptcy of Lehman Brothers A Pointer of Subprime Crisis, Icfai University Press, 2009.

MARKHAM, Jerry W., The Subprime Crisis – Some Thoughts on a “Sustainable” and “Organic” Regulatory System, Florida International University, Legal Studies Research Paper Series, N.º 10-56, 2010.

PERERA, Ángel Carrasco, Lehman Brothers: que cada palo aguante su vela, Actualidad Jurídica Aranzadi N.º 834/2012 parte Tribuna, 2012.

TORRES, Carlos Maria Pinheiro, O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais, Almedina, 1998.

VENTURA, Raúl, Sociedade por Quotas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Vol. I, 4ª Reimpressão da 2ª Edição de 1989, Almedina, 2008.