

# A INFORMAÇÃO DIFUNDIDA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS PODERES DA CMVM: UMA «NOVA DIMENSÃO DO DIREITO ADMINISTRATIVO?»<sup>1</sup>

ANDRÉ FIGUEIREDO

## § 1.º INTRODUÇÃO

### I. A Regulação: breve enquadramento

O fenómeno da *regulação* constitui hoje um dos temas centrais do moderno Direito Administrativo. E de um Direito Administrativo em profunda evolução e transformação, tendências que se inserem num contexto mais amplo de profunda transformação do próprio papel do *Estado Administrativo* e, dentro dele, dos modelos de intervenção pública na economia. Com efeito, a uma tendência de (intensa) diminuição do papel do *Estado empresário* e do *Estado prestador de serviços públicos*, motivada pelos mais variados factores, tem vindo progressivamente a corresponder um substancial reforço da contribuição (e, nessa medida, da responsabilidade) dos privados nas tarefas de prossecução directa de fins públicos. Em particular nos domínios económicos, assiste-se, assim, a uma contínua privatização (ou “*desestadualização*”<sup>2</sup>) da prossecução dos interesses públicos, sendo os actores privados chamados a desenvolver, num mercado concorrencial, actividades económicas que revestem manifesto interesse público e dimen-

são colectiva. Sectores económicos fundamentais, que envolvem a maioria dos bens e serviços de interesse geral, são então transferidos para as «mãos» de entidades privadas, podendo (ou não) o Estado continuar a participar nesses mercados, mas deixando de ser, aí, o detentor de uma posição de monopólio.

Consequentemente, na actual *fase pós-privatização*, o Estado (Administrativo) assume um novo papel, uma nova tarefa, que não implica já uma intervenção *politico-dirigística* enquadrável nas tradicionais funções exercidas pelo Estado de *ordenação económica, intervenção económica e actuação económica*<sup>3</sup>. Ao invés, passa a assumir uma função de controlo e de condicionamento do exercício, pelos privados, das actividades que antes lhe cabiam em exclusivo, tendo em vista a manutenção de um complexo equilíbrio de interesses emergentes das relações entre privados que se desenvolvem nos mercados (privatizados). Nasce a função

---

1- NOTA PRÉVIA: O presente texto tem por base o trabalho elaborado no âmbito do seminário de Direito Administrativo da primeira fase do VI Programa de Doutoramento e Mestrado da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, ano lectivo de 2004/2005, e que foi apresentado ao Prémio CMVM 2005. Não foram consideradas, nem actualizadas, quaisquer obras, decisões jurisprudenciais ou referências bibliográficas posteriores a Setembro de 2004. O presente texto não reflecte ainda as alterações ao Código dos Valores Mobiliários aprovadas pelo DL 52/2006, de 15 de Março, que transpuseram a Directiva n.º 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação. Sem prejuízo da importância destas evoluções legislativas e da circunstância de as mesmas incidirem sobre algumas das matérias aqui tratadas, a verdade é que elas parecem não afectar o essencial da análise a que este trabalho se propôs. Até porque mais do que um estudo de aspectos específicos de regime, o propósito central deste texto consistiu na análise, de um prisma jurídico-administrativo, das principais características da actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação difundida no mercado de valores mobiliários.

2- PEDRO GONÇALVES, *Exercício de Poderes Públicos de Autoridade por Entidades Privadas com Funções Administrativas*, (Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídico-Políticas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra), Coimbra, 2003, 105.

3- SOUSA FRANCO, *Finanças Públicas e Direito Financeiro*, Vol. I, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 1996, 7 ss..

do *Estado Regulador*, que concretiza uma “*presença pública indirecta*”<sup>4</sup> na economia e que implica a assunção de um dever público de vigilância e garantia do desenvolvimento crescentemente privatizado das actividades económicas na designada «sociedade de risco».

Subjacentes a este novo paradigma de intervenção pública na economia estão, então, os pressupostos liberais de crença no funcionamento do mercado enquanto gerador de riqueza, e portanto na capacidade dos privados para servir objectivos públicos, ainda que temperados com o reconhecimento de que algum nível de actuação pública é indispensável para a correcção das falhas ou incapacidades do mercado e, bem assim, para a obtenção do equilíbrio que o funcionamento livre e *desregulado* do mercado não pode garantir<sup>5</sup>. A regulação surge, neste contexto, como “*constitutiva e fomentadora do mercado*”<sup>6</sup>, assumindo como objectivo essencial a garantia da livre concorrência dos mercados. Não se visam já impor fins exteriores ou estranhos ao mercado, mas antes defender e fomentar esse mercado e o seu funcionamento transparente, eficaz e aberto<sup>7</sup>.

Sucedem, porém, que também numa perspectiva orgânico-subjectiva se assiste a uma verdadeira mudança de paradigma, verificando-se que esta

função de regulação passa a ser confiada a entidades que se encontram fora de um controlo directo do poder político, apesar de os titulares dos seus órgãos serem por ele nomeados<sup>8</sup>. Factores como a necessidade de garantir uma efectiva separação entre *operadores* e *reguladores*<sup>9</sup>, isto é, entre a função de estabelecer as regras dos sectores liberalizados, por um lado, e a função, que ainda subsiste, de participação pública nas próprias actividades reguladas, por outro; a preocupação em garantir efectivas condições de acesso livre e de concorrência em mercados particularmente susceptíveis de criação de *monopólios naturais*; e ainda a necessidade de criação de organismos especializados e com conhecimentos técnicos sobre cada um dos mercados objecto de regulação, constituíram os motivos fundamentais que levaram ao surgimento destes organismos independentes, que actuam assim numa zona livre de controlo governamental directo. Neste contexto de acentuada desgovernamentalização das funções de regulador, e num quadro jurídico-constitucional nem sempre absolutamente claro<sup>10</sup>, o papel do Estado Regulador passa, então, a ser entregue a entidades administrativas com novas características, a principal das quais consistindo precisamente na sua independência em relação ao governo (e à Administração dele dependente) e, assim, na sua relativa autonomia em relação ao

4- BLANCO DE MORAIS, “As Autoridades administrativas independentes na ordem jurídica portuguesa”, *ROA*, Ano 61, 2000, 116.

5- É interessante o debate acerca da “ideologia” subjacente a este tipo de actuação pública: se mais próximo de uma visão neo-liberal, baseada na crença no equilíbrio automático ou mecânico dos mercados; se mais próximo de uma visão tendencialmente intervencionista, baseada na negação da viabilidade desse equilíbrio automático e apologistas, assim, de um determinado nível de intervenção estadual. Indiscutível é, contudo, e subscrevendo as palavras de SÉRVULO CORREIA, “Acto Administrativo e âmbito da jurisdição administrativa”, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Rogério Soares*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, 1155 e ss. (1161), que “*foram postas de lado as crenças nas virtualidades irrestritas tanto da «mão invisível» como da onipotência estadual, para se compreender que a Administração é um actor imprescindível mas insuficiente(...)*”.

6- VITAL MOREIRA & MARIA FERNANDA MAÇAS, *Autoridades Reguladoras Independentes – Estudo e Projecto de Lei-Quadro*, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, 10.

7- Acerca deste “*novo sentido de regulação*”, que corresponde já não a uma regulação lesiva do mercado, mas a uma intervenção pública virada para o mercado, VITAL MOREIRA & MARIA FERNANDA MAÇAS, 2003, 10; PEDRO DE ALBUQUERQUE & MARIA DE LURDES PEREIRA, “A responsabilidade civil das autoridades reguladoras e de supervisão por danos causados a agentes económicos e investidores no exercício de actividades de fiscalização ou investigação”, *O Direito*, Ano 126.º, Tomo I, 2004, Almedina, Coimbra, 89 ss. (83).

8- SABINO CASSESE, *Le Basi del Diritto Amministrativo*, 4.ª ed., Garzanti, Milão, 1997, 440.

9- VITAL MOREIRA & FERNANDA MAÇAS, 2003, 10. Como notam os Autores, a garantia de concorrência efectiva no mercado – ou *paridade de armas* – num contexto em que, apesar do movimento privatizador, o Estado mantinha (e mantém) – directa ou indirectamente uma actuação nos sectores regulados impôs a clara separação, de uma perspectiva orgânica e funcional, entre a função de Estado-operador e a de Estado responsável por estabelecer as regras do jogo.

10- Sobre a compatibilização da figura das autoridades administrativas independentes com o quadro constitucional português, por todos, VITAL MOREIRA & FERNANDA MAÇAS, 2003, 41 ss. e 248 ss..

poder político<sup>11</sup>. Com inequívoca influência do despontar do fenómeno da regulação económica nos Estados Unidos da América<sup>12</sup>, que é depois desenvolvida no quadro do Direito Comunitário, assiste-se à cada vez mais frequente criação de organismos administrativos independentes, a quem é confiada a tarefa de regular e supervisionar um particular sector económico ou mercado. Quebra-se assim o “*vínculo de unidade intra-administrativa*”<sup>13</sup>, evoluindo-se de um sistema piramidal para um modelo *policêntrico*<sup>14</sup>, e abandonando-se, com isso, a “*organização departamental clássica*”<sup>15</sup> da Administração.

É portanto neste quadro geral de substituição do serviço público e da intervenção directa na economia pela *técnica* da regulação económica, que vem exigir novas formas de actuação autoritária do Estado, quer de um ponto de vista funcional, quer de uma perspectiva organizacional e orgânica, que se pretende desenvolver o presente estudo, procurando saber, a partir da análise mais detalhada de uma das suas mais importantes manifestações – precisamente a regulação financeira -, se as concepções tradicionais de caracterização (do exercício) da função administrativa são (ou não) postas em crise pelo surgimento destas novas formas de actuação de entidades (independentes) pertencentes à Administração pública e destes novos modelos de intervenção pública nos mercados.

## II. A regulação financeira como paradigma da «nova» função do *Estado Regulador*

Por uma série de factores, que se traduzem nomeadamente na elevada tecnicidade das matérias e complexidade dos interesses envolvidos<sup>16</sup>, na especial vulnerabilidade das actividades financeiras ao *factor tempo*<sup>17</sup> e na particular necessidade de garantir o maior grau de «imunidade» possível face a possíveis (e prováveis) ingerências governamentais<sup>18</sup>, a regulação financeira e, dentro desta, a regulação do mercado de valores mobiliários surgem como exemplos paradigmáticos das novas funções que ao Estado são confiadas no contexto de uma economia cada vez mais privatizada e dependente da livre iniciativa económica dos actores privados. Acompanhando a tendência geral de evolução das funções do Estado, também aí se assiste a uma verdadeira mudança de paradigma. Passa então a ser notória, nestes sectores, a posição de garante para que o Estado é remetido, cabendo-lhe quase em exclusivo a tarefa de manter as condições necessárias para um funcionamento do mercado de capitais ordeiro e, principalmente, concorrencial.

Em especial no domínio do mercado de capitais, deixa então de se verificar uma (até então prevalecente) actuação estadual de carácter marcadamente intervencionista, que na maioria das vezes se reflectia no conteúdo das próprias

11- Correspondendo assim, de acordo com o ensino de FREITAS DO AMARAL (*Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, 2.<sup>a</sup> ed. (10.<sup>a</sup> Reimpressão), Almedina, Coimbra, 1994, 345 ss.), dentro dos *órgãos e serviços de interesse geral*, ao subtipo dos *órgãos independentes*, e que, segundo o Autor, assumem um cariz claramente excepcional, fugindo ao paradigma mais comum de organização hierárquica da Administração Central do Estado.

12- Acerca do surgimento das «*independent regulatory agencies*» no ordenamento norte-americano, ver na doutrina portuguesa, entre outros, JOSÉ LUCAS CARDOSO, *Autoridades administrativas independentes e Constituição: contributo para o estudo da génese, caracterização e enquadramento constitucional da administração independente*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, 15 ss..

13- PAULO OTERO, *Legalidade e Administração Pública*, Almedina, Coimbra, 2003, 317.

14- FRANCESCO CARINGELLA, *Corso di Diritto Amministrativo*, Tomo I, 2.<sup>a</sup> ed., Giuffrè Editora, Milão, 2003, 619.

15- EVA DESDENTADO DAROCA, *La crisis de identidad del derecho administrativo: privatización, huída de la regulación pública y administraciones independientes*, Tirant lo Blanch, Valência, 1999, 133.

16- FERNANDA MAÇAS, CATARINO CARDOSO COSTA, “O Contencioso das Decisões das Entidades Reguladoras do Sector Económico-Financeiro”, *Estudos de Regulação Pública*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, 387.

17- PAULO OTERO, “Alguns problemas de Direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários”, *DirVM*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, 254, que salienta ainda a “*especial permeabilidade decisória a factores externos e de uma inevitável repercussão externa imediata de certas decisões*”.

18- VITAL MOREIRA & FERNANDA MAÇAS, 2003, 13.

relações jurídicas estabelecidas entre os participantes nesse mercado e que, em última análise, conduzia frequentemente o Estado a substituir-se aos agentes económicos, profissionais e investidores, na tomada de decisões de investimento<sup>19</sup>.

Ao invés, a tendência de liberalização e privatização da actividade económica, e o pressuposto a ela inerente da “*maior eficiência económica da gestão privada por comparação com os níveis de eficiência potenciais da gestão pública*”<sup>20</sup>, reflectiu-se, no mercado de capitais, na consagração de uma maior liberdade de acesso dos agentes ao mercado, tanto das sociedades que nele buscam financiamento para as suas actividades principais, como de intermediários financeiros que no mercado pretendem exercer a sua actividade profissional, como, ainda, dos próprios investidores, que passam a ver no mercado um destino cada vez mais acessível para o investimento das suas poupanças. Em resultado disso mesmo, e como será visto com maior detalhe adiante, o Estado (através da autoridade administrativa competente) é remetido para uma função de controlo, visando essencialmente garantir o funcionamento transparente, eficaz e concorrencial do mercado de valores mobiliários, com o fim último de tutelar os investidores, que surgem como o fundamento principal da intervenção pública neste domínio. A actuação pública vê-se por isso *limitada* ao «combate» às *incapacidades* ou *falhas* próprias do mercado de capitais<sup>21</sup>.

É portanto esta a tarefa que, como veremos adiante de forma mais detalhada, é exercida no nosso ordenamento pela CMVM, no uso de um conjunto amplo de atribuições, competências e poderes consagradas na lei.

Uma dessas atribuições diz precisamente respeito ao controlo da informação que é difundida no mercado de capitais, informação relativa a todos os aspectos e realidades cujo cabal conhecimento surge como necessário para o funcionamento transparente e eficaz do mercado. É então criada uma densa malha de deveres de informação (pela lei ou pela própria autoridade administrativa, no exercício dos seus poderes normativos), cujo cumprimento pelos diversos participantes nos mercados é vigiado de perto pela CMVM. É a chamada *disciplina da informação*, que surge então como um ramo essencial do moderno Direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários<sup>22</sup>.

Tendo como pano de fundo o enquadramento que ficou exposto, o tema do presente estudo consistirá então na análise cuidada, de uma perspectiva jurídico-administrativa, da actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação. E isto tendo como desiderato fundamental procurar saber se pode essa actuação ser, sem mais, reconduzida aos paradigmas típicos da actividade administrativa nas suas relações com o mercado; ou se, ao invés, as atribuições, competências e poderes que são confiados àquela autoridade administrativa constituem uma manifestação de um *novo tipo*

19- Em sentido próximo, NUNES PEREIRA, “Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores e das Empresas de Investimento: Alguns Problemas Actuais”, *BolCE* (sep.), Coimbra, 1997, 27.

20- COSTA PINA, 2005, 105.

21- Como sintetiza COSTA PINTO, 2000, 92, “[n]ão se trata já de limitar comportamentos e actividades, mas sim de prevenir a intensificação de novos riscos, garantir a idoneidade dos agentes económicos e a regularidade dos seus comportamentos”.

22- OTERO, 1999, 254, define este Direito Administrativo do Mercado de Valores Mobiliários como o “conjunto de princípios disciplinadores da regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários e da actividade neles desenvolvida pelos respectivos intervenientes na transacção de acções, obrigações, títulos de participação ou quaisquer outros valores legalmente equiparado, tendo em vista a defesa do interesse público no respeito pela salvaguarda das posições jurídicas dos particulares no âmbito de tais mercados”. Ainda dentro da definição proposta pelo Autor, a disciplina da informação integraria o núcleo de *Direito do procedimento da actividade administrativa do mercado de valores mobiliários*, enquanto conjunto de regras (procedimentais e materiais) “referentes às relações entre as estruturas organico-subjectivas da administração e todos os demais intervenientes particulares no mercado de valores mobiliários” (id.).

de intervenção pública na economia. A ideia fundamental é portanto a de analisar aquele que constitui um dos âmbitos essenciais dos poderes e competências da CMVM – precisamente o controlo da informação difundida no mercado de valores mobiliários – com o objectivo de procurar identificar aquelas que serão as características diferenciadoras da actuação da Administração Pública neste contexto específico.

Refira-se, de resto, que a delimitação do tema do presente texto à disciplina da informação traz consigo duas vantagens que creio importantes. Por um lado, a restrição a um conjunto limitado de institutos de Direito (Administrativo) do Mercado de Valores Mobiliários permitirá uma análise mais densa e aprofundada dos mesmos, o que se afigura indispensável para uma compreensão cabal das verdadeiras características da actuação da autoridade administrativa no mercado de capitais. Assim diminuído o campo de análise, será mais eficientemente alcançado o objectivo aqui proposto. Por outro lado, releva a circunstância de a disciplina da informação constituir um regime paradigmático da actuação da CMVM no mercado de capitais, com uma inequívoca vocação expansiva, permitindo a identificação de um conjunto de traços característicos que podem revestir uma natureza geral e abrangente, tornando possível, por isso, a extrapolação de algumas das conclusões a que aqui se pretende chegar para outras áreas de actuação daquela autoridade administrativa. Aliás, a disciplina da informação, e os poderes que nesse âmbito são exercidos pela CMVM, acabam por projectar a

sua *sombra* sobre quase todos os institutos do Direito de Valores Mobiliários<sup>23</sup>.

## § 2.º O INTERESSE PÚBLICO E A INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### I. A regulação do mercado de valores mobiliários e o interesse público

Como não poderia deixar de ser, e como de resto sucede em todos os casos de intervenção pública nos sectores económicos, também a regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários visam a *prosecução de um interesse público*, que assume carácter geral e colectivo, que justifica e dá fundamento à actividade da Administração<sup>24</sup> e sobre o qual são moldadas as atribuições e definidos os poderes da autoridade administrativa competente (*in casu*, da CMVM). A análise do tema aqui proposto, tal como foi enunciado, pressupõe então uma clara identificação da esfera de necessidades que, neste contexto dos mercados financeiros, justifica a intervenção autoritária da Administração.

Desde as suas primeiras manifestações que a regulação financeira assumiu como objectivo essencial, mesmo em países e ordenamentos marcadamente liberais, a protecção do investidor, dos seus interesses e da sua posição patrimonial. Identifica-se assim como o interesse público que justifica a intervenção do Estado nos mercados de capitais precisamente a necessidade de tutelar os agentes que, com o investimento das suas poupanças, fornecem o «combustível» essencial para o funcionamento eficiente e competitivo desse mercado<sup>25</sup>.

23- Assim, EDUARDO PAZ FERREIRA, “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários, *DVM*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, 137 ss. (137).

24- VIEIRA DE ANDRADE, “Interesse Público”, *DJAP*, Vol. V, 1993, 275 ss. (275).

25- Identificando a tutela do investidor como fim público essencial que está subjacente à intervenção administrativa no mercado de capitais, NUNES PEREIRA, 1997, 28 ss.; COSTA PINTO, 2000, 90 ss.. No mesmo sentido, OTERO, 1999, aponta também “a preocupação de salvaguarda da tutela do elemento psicológico e da inerente confiança dos intervenientes no mercado de valores mobiliários” como um traço caracterizador fundamental desta área do Direito Administrativo. Na doutrina espanhola, MANUEL CENDOYA MÉNDEZ DE VIGO, Manuel, “Comisión nacional del mercado de valores”, *El ámbito privado del sector público - XXIV Jornadas de estudio 11, 12 y 13 de diciembre de 2002*, Imprensa Nacional del Boletín Oficial del Estado, Madrid, 825 ss., para quem “a protecção do investidor é a peça chave, a essência, a justificação última de qualquer decisão” da autoridade reguladora.

E é natural que assim seja. Desde cedo se constatou a importância da confiança dos investidores na transparência e integridade do funcionamento do mercado<sup>26</sup>. Faltando essa confiança, os mercados de capitais deixam de funcionar e não atingem aqueles que são os seus objectivos fundamentais. Há que, então, salvaguardar esse bem valioso que é a confiança depositada pelos investidores no funcionamento eficaz do mercado, mediante uma cuidadosa e eficaz tutela pública dos interesses próprios dos investidores, os quais podem ser decomposto em três interesses específicos: a existência de liquidez do mercado, a rentabilidade dos investimentos e a segurança e credibilidade do mercado<sup>27</sup>.

É por isso em torno desses *interesses* que se movem os principais objectivos da (moderna) regulação financeira, e que consistem, entre outros, na regulação prudencial dos intermediários financeiros, na organização e regulamentação dos mercados, na promoção da estabilidade e integridade do sistema financeiro e, naturalmente, na garantia de que ao mercado chega informação adequada, em quantidade e qualidade. E é assim natural que, tal como decorre directamente do artigo 358.º do CdVM, a protecção do investidor constitua o principal fim público que cabe à CMVM prosseguir, assim se procurando garantir a confiança nos mercados de capitais portugueses.

Acresce que os recentes fenómenos da globalização das economias europeias e mundiais, intensificados de um ponto de vista jurídico pelo desaparecimento das barreiras à livre

circulação de capitais, bens e serviços, mas potenciados sobretudo pela rápida evolução das tecnologias que permitem a integração das plataformas de negociação dos mercados<sup>28</sup> e a eliminação de barreiras à prestação transfronteiriça de serviços financeiros, geraram a necessidade de atender, hoje, a um novo interesse público. A saber, a competitividade dos mercados de capitais nacionais, num contexto de intensa competição internacional pela captação de fundos dos agentes económicos<sup>29</sup>. Com efeito, a relevância dos mercados de capitais como alavanca para o desenvolvimento das economias nacionais, funcionando como fonte fundamental de financiamento das empresas, tornou cada vez mais premente a preocupação com a eficácia e competitividade dos mercados de capitais nacionais, algo que, no início do fenómeno da regulação financeira não constituía preocupação central<sup>30</sup>.

Consequência disso, os sistemas de regulação do mercado de valores são hoje forçados a conjugar a necessária protecção da posição do investidor com medidas tendentes a manter ou incrementar a competitividade dos mercados<sup>31</sup>. É assim inequívoca a necessidade de encontrar um ponto de equilíbrio que garanta que as medidas e os limites necessários para garantir uma eficaz protecção do investidor não afectam a flexibilidade e, com isso, a competitividade dos mercados. A eficácia do sistema de regulação dependerá, em larga medida, do equilíbrio (a alcançar) entre a competitividade e abertura à inovação do mercado, por um lado, e a tutela da posição dos investidores, por outro. Refira-se,

26- BEATRIZ BELANDO GARÍN, *La Protección Pública Del Inversor en el Mercado de Valores*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004, 25 25.

27- ALONSO ESPINOSA, "Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores", *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 208, 515 ss..

28- Sobre o fenómeno de integração dos mercados de capitais, NUNES PEREIRA, "Integração dos Mercados de Capitais e Regulação Financeira", *BoICE*, Vol. XLV-A, Coimbra, 2002, 617 ss..

29- A este respeito, ANTÓNIO SEGNI, "I Mercati e I Valori Mobiliari", *Trattato Di Diritto Amministrativo* (Org. SABINO CASSESE), Vol. III. Giuffrè, Milão, 2000, 2197, concretiza o objectivo de eficiência do mercado através da ideia de multiplicação dos instrumentos de alocação dos instrumentos financeiros, isto é, dos canais através dos quais a poupança é transferida para o financiamento das actividades produtivas.

30- GARÍN, 2004, 28.

31- Fazendo igualmente referência à necessidade de conjugar os interesses de tutela do consumidor e de eficiência do mercado, SEGNI, 2000, 2197.

aliás, que o Código dos Valores Mobiliários faz eco desta necessidade de equilíbrio, ao estabelecer como princípios fundamentais da supervisão desenvolvida pela CMVM em primeiro lugar, e como já referido, a protecção dos investidores e, logo em segundo, precisamente a eficiência e regularidade do funcionamento dos mercados de valores mobiliários<sup>32</sup>.

Importa, contudo, reiterar que esta ideia de equilíbrio não pode afastar nem pôr em causa a ideia de que o fundamento último de todo o sistema público de controlo do mercado de valores mobiliários é o investidor, sem o qual tal intervenção pública ficaria sem sentido<sup>33</sup>. É a confiança do investidor que constitui a chave da eficiência do mercado: como se já disse, se os investidores não confiarem, o mercado não funcionará adequadamente. E por isso, é esse o princípio fundamental, ainda que «temperado» pela necessidade de não ser posta em causa a competitividade do mercado, que legitima a actuação da Administração neste contexto e a imposição de restrições e condicionamentos aos participantes no mercado.

É porém interessante notar que a tutela do investidor e dos seus interesses patrimoniais deixou de ser procurada de forma restritiva e intervencionista, mediante uma influência directa nas próprias decisões de investimento. Ao invés, a actividade de prossecução do interesse público, no domínio do mercado de capitais, passa a ter como pressuposto a ideia de que o investidor, enquanto agente do mercado, é capaz de avaliar e assumir os riscos próprios desse mercado, não precisando, por isso, de ser protegido do risco próprio do mercado de valores mobiliários, ou de qualquer risco, mas

apenas dos riscos assumidos de forma inconsciente ou inadvertida, nomeadamente em função das falhas de mercado e, em particular, das «assimetrias de informação» resultantes de ineficaz difusão da informação para o mercado<sup>34</sup>.

Nesta medida, e como veremos adiante, a actuação da CMVM na prossecução do interesse público – tutela do investidor – não se pauta por uma tentativa de eliminação total do risco e incerteza subjacente à participação nos mercados de valores. Ao invés, é consagrado um princípio de “*livre escolha dos agentes económicos no quadro do funcionamento de um mercado concorrencial*”<sup>35</sup>, procurando a autoridade administrativa, apenas, assegurar que estão presentes todas as condições e requisitos que permitam a assunção, por esses agentes, de um risco considerado aceitável e normal para o mercado em causa. Visa-se, com isso, a eliminação de riscos *anormais* e *extraordinários* e prevenir a intensificação dos riscos próprios do mercado.

Aqui chegados, e aproximando-nos do tema aqui proposto, importa agora saber como e em que medida contribui a disciplina da informação, e os poderes que nesse domínio são exercidos pela autoridade administrativa, para a prossecução do interesse público de protecção do investidor.

## **II. O carácter instrumental da disciplina da informação na prossecução do interesse público: a eliminação de «assimetrias de informação»**

Antecipando, a benefício da exposição, a resposta à questão formulada, entendo que a

32- Cfr. Artigo 358.º do CdVM.

33- GARÍN, 2004, 28.

34- LUISA TORCHIA, *Il Controllo Pubblico della Finanza Privata*, Cedam, Padova, 1992, 150.

35- NUNES PEREIRA, 1997, 28. Ou seja, como nota o Autor, “o acento tónico passou a ser colocado na própria decisão dos agentes económicos: (...) das sociedades, quando pretendem captar fundos no mercado de capitais; dos investidores, quando lhe são oferecidas operações para investir (por exemplo, uma oferta pública de subscrição) ou desinvestir (uma oferta pública de aquisição, por exemplo).

disciplina da informação, juntamente com outros domínios típicos da regulação financeira, como a necessidade de prevenção de riscos sistémicos e a tutela da concorrência e estabilidade dos intermediários financeiros, constitui um instrumento posto ao dispor da autoridade administrativa para a tarefa de prossecução do fim público principal que legitima a sua intervenção no mercado de capitais. Isto é, o conjunto de poderes atribuídos à CMVM incidentes sobre a informação difundida nos mercados não pressupõe a prossecução de um interesse geral, autónomo e independente, surgindo, ao invés, como instrumental na prossecução do interesse público de tutela da confiança do investidor. Olhemos então, com maior pormenor, para os fundamentos, o conteúdo e o alcance desta *função instrumental* assumida pela disciplina da informação.

Como se disse, a confiança do investidor no mercado constitui um pressuposto crucial para o seu funcionamento regular e eficiente. Para que tal suceda, para que o investidor confie no mercado, é necessário que acredite que a informação nele disponível é suficiente, adequada e credível para a tomada de decisões de investimento ponderadas. Em suma, o investidor tem de acreditar num mercado *transparente*, actuando racionalmente quando em posse de informação correcta e suficiente. A boa informação

constitui assim um pilar fundamental da eficiência do mercado e, com isso, da confiança que nele depositam os investidores<sup>36</sup>.

Sucedo contudo que, inevitavelmente, a informação relevante para o funcionamento eficaz do mercado não está disponível de igual forma para todos os que nele intervêm. O mercado não é por natureza transparente, não sendo (nem podendo ser) o conhecimento detido pelos agentes do mercado nem simétrico, nem equilibrado. Inevitavelmente, as administrações e altos quadros das sociedades emitentes terão vantagem na obtenção de informação relevante para o mercado. Também os intermediários financeiros (e, em certa medida, alguns tipos de investidores institucionais), pelas suas influências, recursos e conhecimentos específicos terão inequívocas vantagens no acesso a informação sensível. Pela *natureza das coisas*, serão os pequenos investidores aqueles que mais longe estarão das fontes naturais da informação «*price sensitive*». Surgem assim as chamadas «assimetrias de informação»<sup>37</sup>, expressão que designa, precisamente, os diferentes níveis de acesso a informação relevante sobre o mercado que o mercado não consegue evitar; antes fomenta e propicia<sup>38</sup>. A transparência, baseada na capacidade de a informação divulgada constituir a base de uma decisão de investimento, é um ideal, mas não uma realidade<sup>39</sup>.

36- Uma vez que os preços de mercado tenderão a reflectir a informação disponível no tocante à avaliação dos valores mobiliários em causa. Consagra-se, assim, o princípio da eficiência alocativa dos mercados, resultante do funcionamento das leis económicas da oferta e da procura: como sintetiza PAULO CÂMARA, “Os deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores mobiliários”, *CadMVM*, n.º 2, 1998, CMVM, Lisboa, 80 ss. (87), “se a informação colhida pelo investidor conduz à conclusão de que determinado valor mobiliário está subavaliado, haverá tendência para a aquisição daquele activo, na perspectiva da futura valorização. Inversamente, se a informação induz no sentido de que certos valores estão sobreavaliados (em virtude, por exemplo de deficitária situação financeira do emitente), a tendência será de desinvestir.” Por falta de espaço, e por estar já longe do propósito específico do tema do presente estudo, as teorias económicas que explicam a importância da informação no funcionamento dos mercados de capitais podem apenas ser objecto desta análise breve e naturalmente simplificada. Cite-se, apenas, o estudo fundamental de EUGENE FAMA, “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, n.º 25, 1970. Para uma resenha mais desenvolvida dos principais temas tratados pela teoria económica normativa da regulação, COSTA PINA, 2005, 99 ss..

37- De acordo com a teoria económica da regulação, as assimetrias de informação têm como fundamento o facto de a informação consubstanciar um bem público (como resume por COSTA PINA, 2005, 110), bens que (i) não dependem de uma postura activa dos consumidores ou dos agentes económicos, (ii) não impedem a utilização simultânea por terceiros e (iii) não exigem a concorrência entre agentes tendente a essa utilização) e que o simples funcionamento do mercado é incapaz de garantir.

38- Outra fonte inevitável de assimetrias de informação resulta da circunstância de a grande maioria de informação que é veiculada para o mercado revestir um carácter eminentemente técnico, tendo como consequência a impossibilidade de o investidor, nomeadamente o investidor não institucional, a conseguir assimilar de forma adequada.

39- GARÍN, 2004, 157.



Neste contexto, a preocupação central da disciplina da informação<sup>40</sup>, mediante a imposição de uma malha de deveres informativos particularmente denso cujo cumprimento é sujeito a um intenso controlo por parte da autoridade administrativa, é precisamente a de eliminar (ou mitigar) as referidas «assimetrias de informação», reforçando a confiança do investidor no regular funcionamento do mercado. «Atacando» estas «assimetrias de informação», verdadeiras *falhas do mercado*, a intervenção pública surge assim como forma de compensar os efeitos resultantes do funcionamento livre do mercado.

Donde resulta a natureza instrumental da disciplina da informação consagrada no nosso ordenamento. Combatendo as «assimetrias de informação» que põem em causa o funcionamento equilibrado do mercado, procurando que todos os agentes tenham acesso à mesma informação, e a informação de qualidade, procura-se garantir, em última análise, a protecção da posição dos investidores. As informações relevantes para o mercado, sejam sobre as entidades emittentes e intermediários financeiros, sobre as respectivas situações patrimoniais e as respectivas actividades, entre outras, não são configuradas como interesses gerais autónomos e independentes, a prosseguir pela Administração como fins em si. Ao invés, constituem objectivos a atingir pela actuação pública, mas como forma de garantir a prossecução, num outro plano, do interesse público relevante que legitima a intervenção pública neste contexto: a tutela da confiança do investidor<sup>41</sup>.

Pelo que se pode então concluir que a disciplina da informação pode ser reconduzida à categoria mais ampla de normas destinadas a tutelar a *concorrência* no mercado, normas estas que, independentemente da heterogeneidade das suas manifestações e efeitos, são caracterizadas pela sua natureza condicional e pelo carácter virtual das relações jurídicas que visam regular, assumindo como objectivo fundamental a garantia da eficiência do mercado e a tutela de todos os que nele intervêm<sup>42</sup>. Aliás, a existência de (boa) informação num determinado mercado constitui condição essencial para garantir a *fluidade* do mercado, característica essencial de um mercado de concorrência perfeita<sup>43</sup>.

Estaremos assim, na disciplina da informação, em face daquilo que podemos designar como um *interesse público meramente instrumental* ou *interesse público procedimental*: o objectivo directamente prosseguido pela autoridade administrativa não é configurado como um fim autónomo, suficiente para justificar a intervenção pública, mas antes como um *instrumento* que permite atingir um outro fim de interesse colectivo, esse sim de natureza substancial, e justificador da presença pública na regulação e supervisão do mercado de capitais: no caso, a tutela do investidor.

### § 3.º A DISCIPLINA DA INFORMAÇÃO NO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

#### I. Considerações gerais: a CMVM e a informação difundida no mercado

É tempo agora de entrar na análise detalhada de

40- Que é resultante directamente da transposição de directivas europeias, mais sofre uma inequívoca influência do direito anglo-saxónico (PAZ FERREIRA, 2001, 138).

41- No mesmo sentido, FRANCO PIGA, "Informazione societaria e controlli (profili di diritto pubblico)", *RdSoc*, Vol. I, 1989, 14 ss. (22), considerando que esta natureza instrumental da disciplina da informação impede que se estabeleça entre a autoridade reguladora do mercado de capitais e as sociedades emittentes uma relação caracterizada por uma lógica de ordenamento de sector, consubstanciando um controlo de actividade, de vigilância geral de um determinado sector da actividade económica. Também em sentido convergente, e qualificando a disciplina da «transparência», de um ponto de vista jurídico, como uma técnica de protecção do investidor, GARÍN, 2004, 155. Como nota a Autora, a disciplina da informação configura então um exemplo paradigmático do novo tipo de intervenção pública, que passa pela prossecução do interesse público mediante a garantia de difusão da informação relevante para o mercado, precludendo, dessa forma, a intervenção directa da autoridade administrativa nesse mercado.

42- TORCHIA, 1992, 361.

43- SOARES MARTINEZ, *Economia Política*, 4.º ed., Almedina, Coimbra, 1990, 618 ss..

alguns dos mais relevantes institutos da disciplina da informação consagrados no Código dos Valores Mobiliários, procurando identificar os tipos de poderes aí exercidos pela CMVM<sup>44</sup>.

A disciplina da informação assume uma importância absolutamente transversal na regulação do mercado de capitais, acabando por ter impacto na actuação de praticamente todos os que nele participam, incluindo emitentes, titulares de participações qualificadas, intermediários financeiros, sociedades gestoras de mercados e sistemas de liquidação e, ainda, auditores externos, revisores oficiais de contas e outras entidades que desempenhem certas actividades auxiliares.

Sucedem porém que a esta amplitude e transversalidade da disciplina da informação no domínio do Direito dos Valores Mobiliários corresponde uma equivalente amplitude e transversalidade dos poderes atribuídos à CMVM para actuação precisamente nesta área. Com efeito, a grande maioria das normas consagradas no Código dos Valores Mobiliários relacionadas com os deveres de informação dos vários participantes no mercado não são de aplicação imediata e autónoma. Ao invés, recorre-se em larga medida à actuação da CMVM, em três dimensões distintas. Desde logo, à CMVM é incumbida a função de detalhar e desenvolver quais os deveres a que os participantes do mercado se encontram adstritos, função que é normalmente cumprida pela autoridade administrativa mediante o exercício dos seus poderes regulamentares, mas que pode envolver, igualmente, outros mecanismos menos formais, como sejam os pareceres genéricos ou as recomendações<sup>45</sup>. A um outro nível, a disciplina da informação depende também da essencial função de contro-

lo exercida pela CMVM, a quem é confiada a tarefa de supervisionar a actuação dos agentes que se encontram adstritos a deveres de informação e de garantir que esses deveres são pontualmente cumpridos. Por fim, a disciplina da informação depende da intervenção da CMVM na sua dimensão sancionatória, sendo aquela autoridade administrativa responsável pela instauração dos procedimentos necessários nos casos de violação dos deveres de informação.

## II. Análise de alguns institutos relevantes da disciplina da informação

### 1. O critério geral do artigo 7.º do CdVM

O artigo 7.º do CdVM constitui talvez a disposição legal central no âmbito da disciplina da informação, não tanto no que respeita à atribuição à CMVM de poderes concretos e competências específicas de intervenção e regulação, mas essencialmente pelo seu alcance na definição daquele que é o papel a desempenhar pela autoridade administrativa neste contexto. Tendo como epígrafe “*Qualidade da Informação*”, esta disposição legal vem consagrar o critério geral aplicável a toda a informação que, independentemente da sua fonte, do seu objecto, conteúdo ou destino, seja difundida no mercado de valores mobiliários, estabelecendo que *deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita a informação referente a valores mobiliários, a ofertas públicas, a mercado de valores mobiliários, a actividades de intermediação e a emitentes, que seja susceptível de influenciar as decisões dos investidores ou que seja prestada às entidades de supervisão e às entidades gestoras de mercado, de sistemas de liquidação e de sistemas centralizados de valores mobiliários*<sup>46</sup>.

44- Para uma análise geral do regime jurídico da CMVM, incluindo a sua organização interna, atribuições, competências e poderes, ver, entre outros, OTERO, 1999, 253 ss.; VITAL MOREIRA & FERNANDA MACÃS, 2003, 221 ss.; AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997, 113 ss.; COSTA PINA, 2005, 166 ss..

45- Nos termos do artigo 370.º n.º 1 do CdVM.

46- Adicionalmente, importa notar que o n.º 2 do artigo 7.º do CdVM estende este regime a qualquer tipo de informação, mesmo que inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco.

Como se vê, não é aqui consagrado qualquer poder específico para actuação administrativa no domínio da disciplina da informação. Trata-se, ainda assim, de um normativo bastante interessante, essencialmente pelo que implica para a caracterização da actuação da CMVM neste âmbito. Com efeito, o n.º 1 do artigo 7.º do CdVM contém uma regra que podemos qualificar como *regra de conduta* ou *regra de comportamento*, porquanto visa, na sua essência, impor requisitos e condições que devem ser respeitados pelos participantes no mercado na difusão de informação. A norma não prefigura assim um qualquer resultado ou uma definição substancial de uma determinada situação jurídica. Ao invés, ela impõe os parâmetros de que depende o exercício, por privados, de uma determinada actividade: a prestação de informação ao mercado tendo em vista a negociação de valores mobiliários. É por isso uma norma que remete a CMVM para uma posição de *garante*, sendo-lhe atribuída a função de emitir, no caso concreto, um juízo de regularidade relativamente ao comportamento da entidade (particular) sujeita a supervisão. À CMVM cabe garantir que as regras do jogo são cumpridas, mas já não impor, ela própria, o resultado desse jogo<sup>47</sup>.

Importa ainda salientar que se trata de uma norma que não é dirigida à autoridade administrativa ou a uma sua actuação, e que nem sequer se aplica exclusivamente à informação que é dirigida à CMVM (ou seja, à informação que é prestada pelos particulares à Administração). Ao invés, e como se disse, o n.º 1 do artigo 7.º do CdVM vem estabelecer os requisitos que os participantes no mercado devem respeitar na difusão de informação para o mercado, na difusão de informação de um particular para outro particular, remetendo-se a CMVM para uma posição de juiz, de entidade encarregue da

vigilância do cumprimento (ou não) de tais requisitos.

Ora, mesmo sem querer adiantar as ideias que se pretende desenvolver mais à frente, é desde já interessante notar aquela que parece ser a principal função que, precisamente por força desta regra ou princípio geral previsto no artigo 7.º n.º 1 do CdVM, é confiada à CMVM. Assim, não se incumbe a autoridade administrativa de um qualquer poder ou dever de difundir para o mercado, na primeira pessoa, a informação que se considera relevante, nem tão pouco de garantir um qualquer resultado em face da informação difundida. Ao invés, remete-se a Administração para o exercício de um controlo de regularidade e conformidade de comportamentos de privados, controlo este que é feito exclusivamente com base nos requisitos e parâmetros consagrados na lei: isto é, a *verdade, actualidade, clareza, objectividade e licitude* da informação.

E a verdade é que a atribuição à CMVM deste tipo de função de controlo não resulta apenas desta (quase) regra programática prevista no artigo 7.º n.º 1 do CdVM.

## 2. O controlo do prospecto

Exemplo paradigmático desta *função de controlo* que é entregue à CMVM no âmbito da disciplina da informação é, sem dúvida, o instituto do prospecto e as regras aplicáveis à respectiva aprovação pela autoridade administrativa em processos de emissão ou admissão à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários.

Em síntese, a obrigatoriedade de elaboração de um prospecto sujeito a prévia aprovação pela CMVM surge em duas categorias de situações:

47- Neste sentido, referindo-se, em geral, aos poderes exercidos pela Consob conexos com o controlo da informação difundida nos mercados de capitais italianos, TORCHIA, 1992, 99 ss..

por um lado, no contexto do lançamento de ofertas públicas, seja de distribuição ou de aquisição de valores mobiliários<sup>48</sup>; por outro, nos processos de admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado<sup>49</sup>. A exigibilidade deste tipo de documento é portanto activada sempre que um interveniente no mercado pretende aceder a uma larga base de investidores, seja para colocar, seja para adquirir valores mobiliários, procurando-se garantir a difusão da informação essencial respeitante à operação em causa e permitir ao investidor a tomada de uma decisão de investimento ponderada e informada. Tratando-se de um documento que serve de base para a tomada de uma decisão de investimento, o prospecto (uma vez aprovado pela CMVM<sup>50</sup>) constitui o suporte para um negócio de Direito Privado, celebrado entre privados (ou envolvendo uma entidade pública, actuando para este efeito como um privado) e que se traduz na aquisição ou venda de valores mobiliários<sup>51</sup>.

No que respeita, por seu turno, ao conteúdo do prospecto, são dois os traços gerais que importa reter. Em primeiro lugar, a circunstância de o conjunto de informações que, em regra, devem constar obrigatoriamente do prospecto se encontrarem previamente prescritas, seja no próprio Código dos Valores Mobiliários, seja em regulamentos administrativos<sup>52</sup>, não cabendo, portanto, à CMVM, mais uma vez em regra, o poder de, para caso concreto, determinar o conteúdo do documento. Estas informações, variando em função do tipo de operação em

causa, dizem essencialmente respeito ao emittente, à sua actividade e situação patrimonial, aos valores mobiliários objecto da operação e aos intermediários financeiros que nela participam. Depois de determinar aquele que deve ser o conteúdo do prospecto, a lei estabelece os parâmetros qualitativos que devem pautar a actuação da CMVM neste âmbito e, em particular, a prática do acto administrativo de aprovação ou recusa de aprovação do prospecto. Adaptando a este contexto específico o critério geral do já citado artigo 7.º do CdVM, estabelece então o 135.º do mesmo Código que *o prospecto deve conter informação completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes e sobre a situação patrimonial, económica e financeira do emittente*.

Com base neste (muito) breve enquadramento do regime do prospecto, o que pode ser dito acerca da caracterização da função que é confiada à Administração? Consta-se que, uma vez predeterminadas pela lei as condições em que o prospecto é exigível e previstas as regras (quantitativas e qualitativas) que devem ser respeitadas na elaboração de tal documento, a CMVM é (mais uma vez) chamada a emitir um juízo de regularidade ou conformidade relacionado com o prospecto apresentado pelo particular, com o propósito (único) de avaliar o cumprimento dos requisitos legais aplicáveis<sup>53</sup>. Ou seja, resulta mais uma vez clara a consagração

48- Cfr. artigos 134.º ss. do CdVM. A regulamentação específica das ofertas de distribuição consta dos artigos 156.º e ss., enquanto as ofertas públicas de aquisição são reguladas em especial nos artigos 173.º e ss..

49- Cfr. artigos 236.º ss. do CdVM.

50- A referência a “aprovação” do prospecto pela CMVM é, neste âmbito, utilizada com o propósito de facilitar a exposição. Em rigor, só nos casos de admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado é que o CdVM fala de aprovação do prospecto pela CMVM (cfr. artigo 236.º). Já para os casos em que o prospecto é exigível no contexto de ofertas públicas (seja de distribuição, seja de aquisição de valores mobiliários), o acto administrativo relevante é o do registo da oferta (cfr. 118.º do CdVM), acto que, constituindo o projecto do prospecto um dos documentos que deve instruir o pedido de registo (cfr. artigo 115.º do CdVM), tem necessariamente subjacente a “aprovação” do prospecto a difundir.

51- Neste sentido, PIGA, 1989, 17.

52- V.g. Regulamento da CMVM n.º 10/2000.

53- Para uma análise geral do controlo exercido pela CMVM no acto de registo de uma oferta pública, controlo que é exercido mesmo sobre actos de Direito Privado que servem de pressuposto à decisão administrativa, PAULO OTERO, “A Competência da CMVM para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas”, ROA, Ano 62, Vol. II, 2000, 673 ss..

de uma função de controlo e de vigilância da informação que, através do prospecto, é prestada pelo emitente (ou oferente) ao mercado, por um particular a outro particular, e para efeito da celebração de um negócio jurídico entre particulares. Em suma, neste contexto, cabe à CMVM confirmar que a informação contida no prospecto (exigível) é *completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita*<sup>54</sup>, assim abrindo caminho à negociação entre os participantes no mercado.

Esta caracterização do acto de aprovação do prospecto como correspondendo ao exercício de um poder de *controlo e garantia* da regularidade de uma conduta privada é ainda mais evidente quando se compara a decisão de aprovação do prospecto (ou de registo de oferta pública) com o acto administrativo (substancialmente distinto) mediante o qual a CMVM é chamada, em momento prévio ao da elaboração do prospecto, a decidir sobre pedidos de isenção ou de dispensa parcial do prospecto apresentados pelos interessados. Trata-se, neste último caso, de um poder acessório e eventual da CMVM<sup>55</sup>, nos termos do qual, verificados determinados pressupostos – que são essencialmente conexos com as características específicas da operação e com a eventual verificação de condições de segurança adicional para o investidor – a lei permite à autoridade administrativa determinar, sempre a pedido dos particulares obrigados à apresentação do prospecto, o conteúdo do prospecto a ser elaborado pelo particular.

São dois os exemplos que a este respeito importa convocar, porquanto contribuem de forma

eloquente para demonstrar a existência de dois tipos bem distintos de actuação administrativa. Vejamos o primeiro: nos termos do artigo 141.º do CdVM, pode o emitente ou oferente de valores mobiliários requerer a dispensa de inclusão no prospecto de *informações cuja divulgação seja contrária ao interesse público ou envolva um prejuízo grave para o emitente ou risco grave de ocorrência desse prejuízo, desde que a omissão dessas informações não seja susceptível de induzir o público em erro sobre factos ou circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários que são objecto da oferta*<sup>56</sup>. Em segundo lugar, e agora para prospectos elaborados em processos de admissão à negociação em mercado regulamentado, estipula o artigo 239.º do CdVM que a dispensa de prospecto, total ou parcial, pode apenas ocorrer *se, e na medida em que, os investidores dispunham de informação suficiente para fazer um juízo fundado sobre os valores mobiliários cuja admissão à negociação é requerida*<sup>57</sup>.

Ora, nestes casos, parece estarmos perante o exercício de poderes que revestem já uma natureza prescritiva<sup>58</sup>, não sendo a CMVM chamada a emitir um qualquer juízo de conformidade, mas, ao invés, a determinar a própria forma e o conteúdo de um acto de um particular. Ou seja, depois de a lei estabelecer a regra geral, aplicável à generalidade das situações, à CMVM é atribuído o poder de, a solicitação do particular interessado e por acto directo e prescritivo, determinar a modalidade que dever revestir o cumprimento do dever de informação em causa<sup>59</sup>. Além disso, e lançando um pista para a discussão que se pretende desenvolver adiante,

54- No mesmo sentido, PIGA, 1989, 18, nota que o objectivo da autoridade administrativa não é portanto o de aumentar os fluxos de informação, para além daquilo que já é imposto na lei.

55- Acessório porque a função principal a desempenhar pela autoridade administrativa continua a ser o de garantir a “qualidade” do prospecto; e eventual porque tal poder pode apenas ser exercido a pedido do particular obrigado a apresentar o prospecto.

56- O mesmo artigo é depois aplicado, *ex vi* artigo 239.º do CdVM, aos prospectos elaborados no contexto de processos de admissão à negociação em mercado regulamentado.

57- Estabelecendo depois os artigos 240.º e 241.º do CdVM os casos em que tal dispensa pode ser requerida pelo emitente.

58- SABINO CASSESE, “I Poteri della Consob per l’informazione del mercato”, *Bancaria*, 1986, Vol. 10, 77 ss..

59- Chamando a atenção para esta dicotomia e para a evidente diferente morfologia do acto de aprovação do prospecto e do acto de determinação do conteúdo do prospecto, TORCHIA, 1992, 109.

releva a circunstância de, neste âmbito, parecer ser atribuído à CMVM um espaço de verdadeira discricionariedade, implicando uma efectiva apreciação e ponderação dos interesses em jogo e permitindo a escolha de uma de entre várias alternativas possíveis.

Tal é manifestamente diverso do que sucede na actividade de avaliação e aprovação do prospecto, claramente identificada como *actividade de controlo*. Desde logo, e sem querer antecipar a discussão que se pretende desenvolver no Capítulo 5.º precisamente a este respeito, porque no acto de aprovação do prospecto parece ser atribuído à CMVM um papel de (mero) *garante*, sendo a intervenção da Administração limitada à verificação da completude e exactidão da informação difundida no prospecto, sem que seja imposta, ou sequer autorizada, qualquer ponderação dos interesses em jogo. Neste caso, a actuação da autoridade administrativa parece portanto estar mais próxima da tarefa de concretização de densificação de conceitos indeterminados, tarefa esta que, podendo envolver espaços de livre apreciação administrativa, deve ser considerada como materialmente distinta da discricionariedade. Em síntese, para a prática do acto administrativo de aprovação do prospecto, a lei atribui à CMVM um poder exclusivamente dirigido a garantir que o acto do particular – a elaboração do prospecto que se destina a ser veiculado para o mercado – está de acordo com os requisitos e parâmetros previamente estabelecidos, não podendo, contudo, influenciar ou determinar o conteúdo desse acto.

Acresce ainda que esta actividade de controlo se parece esgotar na tarefa de verificação da

conformidade do acto de Direito Privado face aos requisitos predeterminados pela lei, excluindo-se qualquer valoração acerca da qualidade ou mérito da informação<sup>60</sup> e, bem assim, qualquer tipo de actuação que, ultrapassando o mero controlo da informação disponibilizada, seja directamente finalizada a garantir que, naquele caso concreto, a posição do investidor não é prejudicada. Não se visa propriamente aconselhar o investidor ou assegurar a qualidade do produto ou do investimento proposto<sup>61</sup>. O controlo do prospecto não tem, no sentido tradicional, verdadeira natureza autoritária, consistindo apenas na verificação da adequação da informação constante do documento e não procedendo à avaliação do mérito da operação, que permanece uma expressão da autonomia privada<sup>62</sup>. Aliás, esta circunstância encontra expressa previsão no artigo 118.º n.º 3 do CdVM, que prescreve que o registo de uma oferta se baseia exclusivamente em *critérios de legalidade*, não envolvendo qualquer garantia quando ao conteúdo da informação, à situação económica ou financeira do oferente ou do emittente, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários.

Em face desta breve descrição do acto administrativo de aprovação do prospecto pela CMVM, constata-se, ainda, que esta função de controlo da conduta de um particular representa, ela própria, o acto nuclear do procedimento administrativo, não surgindo como meramente instrumental em face de uma qualquer outra actuação devida pela CMVM naquele caso concreto<sup>63</sup>. Ou seja, desviando-se um pouco das concepções tradicionais, a actividade de controlo, concretizada na emissão de um juízo de regularidade em relação ao prospecto apresentado pelo

60- PAZ FERREIRA, 2003, 152, chamando a atenção para a impossibilidade de a CMVM, neste domínio, emitir qualquer “*orientação de mérito aos investidores*”.

61- NUNES PEREIRA, 1997, 29. No mesmo sentido, CÂMARA, 1998, 91, que nota que o “*direito mobiliário dirige-se ao esclarecimento da decisão de investimento (ou desinvestimento), mas não à justeza desta*”. Em consequência, “*apoia-se a racionalidade do investidor e no funcionamento de normas de responsabilização por forma a acautelar, na sua materialidade, o preço do investimento*”.

62- SEGNI, 2000, 2244.

63- Neste sentido, TORCHIA, 1992, 111 ss..

particular, surge como autónoma, esgotando, no que à difusão do prospecto diz respeito, a intervenção pública. Ela representa, por isso, a função essencial confiada pela lei à autoridade administrativa e não apenas uma actividade de natureza instrumental ou acessória em relação a uma outra actividade principal da Administração<sup>64</sup>.

### 3. A comunicação de factos relevantes

Para terminar, cumpre enunciar um outro exemplo que, voltando a suscitar o mesmo tipo de questões, parece também ele relevante para a caracterização dos poderes exercidos pela CMVM no âmbito da disciplina da informação. Trata-se do regime aplicável à obrigação de comunicação de factos relevantes, consagrado no artigo 248.º do CdVM.

Procurando sintetizar o alcance da disposição legal citada, verifica-se que a mesma tem por objecto esclarecer, em primeiro lugar, quais as entidades que se encontram adstritas ao cumprimento do dever de informação em causa; em segundo lugar, quem são os destinatários da informação (*in casu*, o público, o mercado); em terceiro lugar, o momento em que se impõe o cumprimento do dever (*i.e.*, *imediatamente*); e, em quarto, o objecto do dever de informação (*i.e.*, um conjunto de factos com determinadas características relacionadas com a sua incidência sobre a actividade do emitente e com a potencial influência *ora no preço das acções, ora na capacidade de cumprir os compromissos resultantes da emissão de dívida*)<sup>65</sup>.

Também neste domínio é flagrante o recurso a uma *regra de comportamento* ou *regra de conduta*, dirigida às sociedades emitentes de valores mobiliários – ou seja, a participantes no

mercado – e cujo cumprimento a CMVM é chamada a controlar e, se necessário, a sancionar. Trata-se portanto de uma regra cujo cumprimento cabe aos intervenientes no mercado, sendo a Administração colocada numa posição de juiz. Note-se, adicionalmente, que tal regra de conduta é estabelecida, mais uma vez, com base em conceitos jurídicos indeterminados e na convocação de juízos de prognose<sup>66</sup>, que constituem então os *parâmetros de conformação* que a autoridade administrativa terá de densificar e controlar, a fim de determinar se o comportamento concreto do particular está (ou não) conforme à regra. Acresce, ainda, que o cumprimento deste dever de comunicação de factos relevantes está ainda sujeito aos princípios da completude, veracidade, clareza, objectividade e licitude, sendo que, mais uma vez, caberá à CMVM garantir que os mesmos são, no caso concreto, também respeitados.

Ainda a este respeito, atente-se por fim, e de resto como se fez a respeito do acto administrativo de aprovação do prospecto, na diferença que existe entre a tarefa de que é incumbida a CMVM de controlo do cumprimento deste dever de informação, por um lado, e o acto administrativo de dispensa de comunicação do facto relevante, que pode ser requerido pelo particular obrigado nos termos do artigo 250.º do CdVM. Também aqui a CMVM pode, *quando a publicação da informação possa prejudicar de modo desproporcionado legítimos interesses do emitente*, decidir pela dispensa da obrigação de comunicação, que de outra forma seria aplicável. Mais uma vez, parece ser aqui patente a concessão à autoridade administrativa de um verdadeiro espaço de discricionariedade, implicando uma efectiva ponderação dos interesses contrastantes do emitente, por um

64- Também rejeitando a natureza acessória desta actividade «cognoscitiva», PIGA, 1989, 23.

65- CASTILHO DOS SANTOS, “O dever dos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Bolsa de Informar Sobre Factos Relevantes”, *CadMVM*, n.º 15, 2002, CMVM, Lisboa, 28.

66- CASTILHO DOS SANTOS, 2002, 28.

lado, e do mercado, por outro. O mesmo não sucede já no acto de controlo da obrigação de comunicação de factos relevantes, em que a função da CMVM é, como vimos, apenas a de verificar se, no caso concreto, são respeitados os requisitos predispostos na lei, procedendo, para isso, à concretização de conceitos indeterminados.

### III. Avaliação preliminar

Os institutos atrás brevemente descritos constituem talvez os casos mais significativos de uma actuação da Administração cuja caracterização e estrutura se parecem afastar das concepções tradicionais de intervenção pública nos mercados. E isto no que respeita não apenas aos meios e instrumentos jurídicos utilizados, aos efeitos jurídicos produzidos por tal actuação, mas igualmente no que respeita àquele que é o objecto imediato da actuação da Administração. Não constituem, contudo, casos isolados no domínio da disciplina da informação. Ao invés, precisamente no que toca aos deveres de informação dos participantes do mercado e aos correspondentes poderes exercidos pela autoridade administrativa, são muitos outros os exemplos de regras e disposições legais<sup>67</sup> que sugerem uma regulação de certa forma homogénea desta matéria, partilhando as mesmas características e traços essenciais. Tal sucede, por exemplo, no campo da obrigação de comunicação da detenção de participações qualificadas em sociedades abertas, na obrigação de comunicação de determinados acordos parassociais, no regime da publicação obrigatória da informação financeira das sociedades emitentes, nos deveres de informação das sociedades gestoras de mercados regulamentados, nos deveres de informação a que os intermediários financeiros se encontram

adstritos, para citar apenas alguns exemplos adicionais. Reitere-se que não se fala aqui de uniformidade dos regimes da informação – que são distintos entre eles, no que toca aos sujeitos vinculados, ao conteúdo e intensidade dos deveres, aos destinatários da informação, etc. -, mas uniformidade no que toca à natureza dos poderes administrativo que nesse âmbito são exercidos. Refira-se porém que esta variedade de situações e realidades jurídicas não parece suficiente para impedir a individualização e sistematização de alguns traços e características essenciais deste tipo de actuação administrativa e de intervenção pública na economia.

Lançando então algumas pistas para a discussão que se pretende desenvolver nos próximos Capítulos, constata-se que, nos institutos acima analisados, a CMVM é remetida, no essencial, para uma função de controlo e garantia, incidente sobre a actividade económica desenvolvida por privados e destinada, assim, à verificação da conformidade ou desconformidade de comportamentos concretos de particulares face às regras legais imperativas aplicáveis. Previstos na lei os deveres de informação que devem ser respeitados pelos participantes no mercado, a autoridade administrativa é chamada, apenas, a aferir o estrito cumprimento de tais deveres pelos participantes no mercado. Donde resulta, naturalmente, a impossibilidade de a CMVM, actuando como “*guardiã da regularidade jurídica*”<sup>68</sup>, emitir qualquer juízo de mérito sobre a informação fornecida ou sobre as operações em causa, bem como a impossibilidade de a Administração assumir ela própria a função de difusora da informação. Tendo de manter uma actuação imparcial e neutral<sup>69</sup>, à CMVM cumpre, então, controlar o cumprimento dos parâmetros previstos na lei.

67- Não circunscritas, aliás, à actuação das sociedades emitentes de valores mobiliários, mas abrangendo também os intermediários financeiros, as sociedades de notação de risco, as sociedades gestoras de mercados regulamentados e de sistemas de registo e liquidação, os auditores, entre outros.

68- OTERO, 2000, 684.

69- PIERGAETANO MARCHETI, La neutralità dell'intervento della Consob nell'informazione societaria”, *Rivista Delle Società*, Vol. I, 1988, 36 ss. (37).



A prossecução do interesse público parece, portanto, ser identificada (e esgotar-se) com a tarefa de garantir que os deveres de informação previstos na lei (ou estabelecidos pela autoridade administrativa no uso de poderes normativos) são efectivamente respeitados pelos participantes no mercado. Por isso, os investidores – cuja tutela configura o fim último da intervenção pública neste domínio - não são mais do que beneficiários indirectos da actuação da Administração, não sendo tutelados directamente pela norma ou pela actividade da autoridade administrativa, designadamente no que respeita ao conteúdo e substância das relações de investimento estabelecidas ou que se podem vir a estabelecer.

Razão pela qual parece estarmos em face de uma daquelas situações a que PAULO OTERO se refere como configurando o exercício de uma actividade administrativa de certa forma equivalente à de um juiz<sup>70</sup>. E isto não tanto em relação à natureza *independente* da CMVM, mas essencialmente em função do papel que por ela é desenvolvido no âmbito das relações interprivadas que se encontram sujeitas à sua regulação e supervisão, papel este que, como já referido, se consubstancia na emissão de juízos de conformidade tendo como objecto necessário, e realço este aspecto, comportamentos concretos, e como parâmetro uma regra geral e abstracta.

#### **§ 4.º CONTRIBUTOS PARA A CARACTERIZAÇÃO DA ACTUAÇÃO DA CMVM NO ÂMBITO DA DISCIPLINA DA INFORMAÇÃO**

##### **I. A natureza da actividade administrativa e o posicionamento da Administração**

###### **1. A actuação da CMVM como *actividade de controlo***

Com base nos aspectos de regime atrás brevemente descritos, pretende-se de seguida (tentar) esboçar um quadro geral apto a caracterizar, de um prisma jurídico-administrativo, a actividade exercida pela CMVM no âmbito da disciplina da informação. Como ponto de partida, importa começar por reiterar a característica essencial do tipo de intervenção pública aqui analisada, que passa por identificar a actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação como uma *actividade de controlo*, de *garantia*.

De facto, a actuação da CMVM não tem como objecto (e objectivo) a intervenção directa no conteúdo das relações jurídicas que nascem e se desenvolvem no mercado, nomeadamente prestando ela própria a informação necessária ou, de forma ainda mais intensa, influenciando nas próprias decisões de investimento. Ao invés, a autoridade administrativa é chamada a vigiar o estrito cumprimento, pelas entidades - públicas e privadas - que participam no mercado de valores mobiliários, das regras e normas de conduta (gerais e abstractas) aplicáveis no caso concreto.

Denominador comum da actuação administrativa no domínio da disciplina da informação é, assim, a circunstância de a CMVM, tendo como fim último a tutela da posição do investidor e, com isso, a prossecução do interesse público que legitima a intervenção administrativa, ter como função essencial vigiar e controlar a actuação e as condutas de entidades privadas, nas suas relações entre si, com base na conformidade ou desconformidade de tais condutas com as regras aplicáveis<sup>71</sup>. E isto seja por via de estabelecimento de uma *camada* adicional e mais detalhada de regras gerais e abstractas, no exercício dos seus poderes regulamentares; seja mediante a emissão de juízos de conformidade antes de ser desenvolvida a actividade

70- OTERO, 2003, 325.

71- OTERO, 1999, 255.

supervisionada; seja a posteriori, mediante a imposição de sanções em caso de incumprimento das regras de conduta estabelecidas. Existem portanto neste contexto verdadeiras “*pautas de conduta*” (para particulares), que se traduzem em “*pautas de supervisão*” (para a autoridade administrativa) que a CMVM é então chamada a assegurar<sup>72</sup>.

Acresce que, aqui, esta função de controlo e garantia surge como a principal função da autoridade administrativa. É evidente que qualquer actuação da Administração, qualquer que seja o seu objecto, o fim e a sua forma da intervenção, tem sempre subjacente um interesse público traduzido no respeito pela lei e pelas normas administrativas. Mas trata-se, habitualmente, de um interesse público de natureza subsidiária, ao qual não são atribuídos poderes administrativos específicos, e que não conduz ao surgimento de relações jurídico-administrativas de natureza autónoma e principal<sup>73</sup>. Ao invés, neste âmbito da disciplina da informação, constata-se que a função de garantia do cumprimento das normas de conduta e demais requisitos de que depende a actividade privada constituem o próprio *substrato* da actuação da autoridade administrativa e do conteúdo essencial dos poderes que a esta são atribuídos. Estamos por isso em face de um verdadeiro *procedimento de controlo*, que é “*configurado como um procedimento final e não instrumental*”<sup>74</sup>.

Isto resulta, no fundo, de uma técnica de regulação que envolve regras de tipo condicional,

caracterizadas, no que toca ao seu conteúdo, pela prefiguração não de um resultado concreto, mas de um critério de comportamento dirigido a um particular (e não à Administração)<sup>75</sup>, cabendo à CMVM recolher, estimular e controlar os fluxos de informação, mas não servir ela própria de veículo e fonte directa dessa informação<sup>76</sup>.

Verifica-se então que o destinatário principal da norma administrativa deixa de ser a Administração, a CMVM. A norma de Direito Administrativo deixa aqui de ter como objectivo regular ou conformar a actuação da Administração, impondo-lhe limites e condições, estabelecendo critérios de actuação, ou prevendo expedientes de protecção dos particulares. Ao invés, a norma de Direito Administrativo constitui uma *norma de comportamento* para o particular. Razão pela qual é o particular, e já não a Administração, que está a aplicar a regra, cabendo à autoridade administrativa (apenas) o exercício da referida *actividade de controlo*<sup>77</sup>.

Como consequência, no centro e como objecto da regulação e da actuação de controlo da CMVM temos essencialmente relações entre privados, entre as situações subjectivas privadas que se encontram no mercado com o fim de negociar valores mobiliários. E, em particular, relações entre as situações dos sujeitos a quem incumbe o cumprimento das *regras de conduta* e as situações dos sujeitos que são tutelados pelas mesmas, colocando-se a Administração (na sua função de controlo) no centro de uma relação que passa a ser *trilateral*<sup>78</sup>.

72- FERNANDA MAÇÃS, CATARINO & CARDOSO COSTA, 2004, 421.

73- No mesmo sentido, TORCHIA, 1992, 442. A este respeito a Autora dá como exemplo os poderes de polícia, também configurados como instrumentais e não como finais e autónomos (id., nota 48).

74- TORCHIA, 1992, 467.

75- No mesmo sentido, TORCHIA, 1992, 442.

76- MARCHETTI, 1988, 37, chamando a atenção para a circunstância de a *Consob* apenas poder assumir a função de difusora da informação no caso de incumprimento por parte do particular.

77- TORCHIA, 1992, 500.

78- OTERO, 1999, 255.

## 2. A relação trilateral e o posicionamento da CMVM face aos interesses em jogo: a terceiridade

Pode então ser identificado um outro traço fundamental deste tipo de actuação administrativa, agora respeitante ao posicionamento da Administração face aos interesses em jogo. A Administração surge aqui numa posição de terceiro, fora do eixo principal da relação jurídica que se desenvolve no mercado e que justifica a intervenção pública. Isto porque a conduta do particular que é objecto de controlo pela autoridade administrativa – a difusão, sob qualquer das formas possíveis, de informação para o mercado tendo em vista a negociação de valores mobiliários –, é exclusivamente destinada a outro ou outros particulares - os investidores – e não à autoridade administrativa<sup>79</sup>. Não sendo a CMVM parte na relação jurídica de mercado em causa, cabe-lhe (apenas) garantir que ela se desenvolve dentro de determinadas condições. É precisamente a este carácter de terceiridade que se refere PAULO OTERO<sup>80</sup>, quando indica que a autoridade administrativa surge como «árbitro» ou como simples garante das regras do jogo, tudo se passando como se ela não fosse parte nesse mesmo jogo, mostrando-se acima, ou, talvez melhor, fora do conflito de interesses que lhe compete dirimir. E, importa reiterar, em posição de terceiro não estão aqui os particulares que beneficiam da tutela que a norma administrativa visa garantir, mas sim a própria Administração, titular da função de controlo e que, por isso, se mantém fora da relação jurídica principal (*i.e.* a negociação dos valores mobiliários).

Confirmando esta posição de *terceiro alheio aos interesses em jogo* que é assumida pela

autoridade administrativa, verifica-se que as situações subjectivas privadas que são objecto de regulação e controlo por parte da CMVM não se encontram numa posição nem de solicitação, nem de oposição face ao poder público<sup>81</sup>. Não estão em posição de solicitação, porque a satisfação dos interesses dos participantes no mercado de valores mobiliários não dependerá de um comportamento do poder público: a sociedade emitente de acções ou obrigações recorre ao mercado para buscar financiamento para as suas actividades junto dos investidores, e não junto do Estado. Inversamente, os investidores buscam a melhor rentabilidade para as suas poupanças investindo nos valores mobiliários emitidos pelas sociedades que participam no mercado, e não recorrendo ao Estado. Ou seja, a *relação principal* que justifica a intervenção pública é uma relação de Direito Privado, estabelecida entre particulares, encontrando-se a autoridade administrativa fora do seu eixo essencial. E não estão também em situação de oposição, porque do exercício da actividade administrativa não pode derivar directamente um efeito restritivo da situação privada objecto de controlo<sup>82</sup>: como vimos, a actuação da CMVM não tem como alcance a conformação do conteúdo das relações que entre os privados se estabelecem no mercado de valores mobiliários. As relações inter-privados são assim autónomas, não dependendo, para a determinação da sua natureza e do seu conteúdo, do exercício de poderes públicos. Daí o carácter de terceiridade, de «*não-parte*» assumido pela Administração na relação jurídica que se desenvolve e que é objecto de intervenção pública.

Desta natureza de terceiridade resulta uma outra característica essencial do tipo de actuação

79- Neste sentido, CASSESE, 1986, 78, nota que a disciplina da informação não visa assegurar informação relativa ou destinada à autoridade administrativa, mas aos investidores, enquanto adquirentes de acções ou outros valores mobiliários.

80- OTERO, 2003, 325.

81- Assim, TORCHIA, 1992, 486.

82- TORCHIA, 1992, 486.

administrativa aqui em análise, que será, de resto, objecto de análise mais detalhada no Capítulo final do presente texto. O efeito do exercício da actividade administrativa é essencialmente um efeito de *garantia* nas relações entre privados, que assume um carácter de condição preliminar do posterior desenvolvimento de uma determinada actividade por privados e que é válido para todas as situações subjectivas privadas que se encontrem em conexão com a decisão administrativa em causa.

## II. O critério para o exercício da função administrativa: a *neutralidade*

### 1. A neutralidade decisória

Ora, esta caracterização da actividade administrativa como uma actividade de controlo, remetendo a Administração para uma posição de terceiridade, tem uma importante consequência ao nível do critério que deve presidir à actuação da CMVM nos casos atrás analisados e que, assumindo um cariz inovador, mais uma vez se afasta da concepção clássica da intervenção pública nos mercados.

Equivalendo a actividade da Administração a uma verdadeira actividade de controlo e de verificação da regularidade da conduta de privados face a regras predeterminadas, constata-se que, para além daqueles que decorrem da lei, não são previstos, impostos ou autorizados quaisquer outros cânones ou critérios finalísticos que permitam à Administração decidir no caso concreto e distinguir quais as posições privadas em jogo que devem ser beneficiadas ou comprimidas. Ou seja, chamada a vigiar regras que contemplam a prefiguração não de um

resultado, mas de um critério de comportamento, impõe-se então que o juízo de conformidade emitido pela CMVM no caso concreto tenha apenas em conta o parâmetro consagrado na *norma de comportamento* que a autoridade é chamada a vigiar, devendo por isso actuar de forma *neutral* e independente face aos concretos interesses em jogo. Estamos assim perante a característica da neutralidade<sup>83</sup> da actuação das autoridades administrativas independentes, que é aqui configurada como verdadeiro critério de decisão.

Temos assim que, como regra de exercício da função administrativa<sup>84</sup>, se impõe à CMVM que actue no domínio da disciplina da informação numa lógica de *neutralidade decisória* face ao interesse público de tutela do consumidor. Tal interesse público não poderá, por isso, influir no conteúdo, âmbito e fins da actuação administrativa de forma a conduzir a uma solução diversa da que resultaria da mera aplicação da regra de conduta que a Administração é chamada a controlar. Impõe-se portanto um “*estatuto politicamente neutralizado*”<sup>85</sup>, não podendo a CMVM atender a nenhum outro critério, fim, interesse ou preocupação – nomeadamente a eliminação do risco para o investidor – que não seja aquele que resulta da norma cujo cumprimento ela é chamada a controlar.

Significa isto, então, que cumpre à CMVM assegurar o respeito pelos requisitos estabelecidos na regra de conduta, mas sem que lhe seja atribuído o poder de sancionar ou penalizar o emitente em função da rentabilidade financeira da operação em causa, da situação patrimonial do emitente, ou do risco que da operação pode resultar para o investidor. Essa não é uma

83- Em geral sobre a neutralidade típica das autoridades reguladoras independentes, na doutrina portuguesa, VITAL MOREIRA & FERNANDA MAÇAS, 2003, 29 ss.; BLANCO DE MORAIS, 2000, 118; OTERO, 2003, 324 ss.. Na doutrina italiana, ver, por todos, CARINGELLA, 2003, Tomo I, 769 ss..

84- OTERO, 2003, 325.

85- LUCAS CARDOSO, 2002, 394.

competência da autoridade administrativa, mas sim do mercado e de quem nele opera<sup>86</sup>. A tarefa da autoridade não passa por eliminar riscos, mas por permitir que o mercado avalie esses riscos, vigiando a correcção, completude, veracidade e coerência dos fluxos de informação que chegam ao mercado. Em suma, falta aqui um exercício directamente finalístico do poder público: não há controlo de mérito, de segurança, de estabilidade, de rendibilidade da operação, apenas uma preocupação em garantir boa informação, mediante o controlo da conformidade com a norma.

Em face do que ficou dito, deste critério da neutralidade resulta uma importante *condição negativa* para o exercício da função de controlo que é confiada à autoridade administrativa<sup>87</sup>. Esta condição negativa traduz-se, então, na impossibilidade de a CMVM dirigir ou finalizar o controlo da informação difundida para o mercado – num prospecto ou em qualquer outro contexto – a um objectivo que não seja o de garantir que os requisitos consagrados na norma de conduta se encontram verificados. Estão portanto vedadas à CMVM quaisquer valorações dos interesses em jogo, limitando-se esta a controlar a verificação dos requisitos legais de cuja observância depende a qualidade da informação e, *reflexamente*, a tutela do investidor.

A constatação de que a actividade da CMVM no domínio da disciplina da informação está sujeita a um vínculo adicional – a neutralidade face à prossecução concreta do interesse público – não tem apenas relevância no plano teórico. De facto, este novo *critério de decisão* subjaz a toda a actuação administrativa neste contexto, devendo os actos administrativos correspondentes respeitar sempre o imperativo de

neutralidade, nomeadamente quando praticados no âmbito da margem de livre decisão que, como se verá, a lei concede à CMVM em determinados campos. Consequentemente, a neutralidade da decisão administrativa constituirá um inequívoco vínculo que pode (e deve) ser objecto de escrutínio judicial pelos tribunais administrativos, sempre que este exista.

## 2. Aplicação:

### Neutralidade e controlo do prospecto

Certamente útil para uma definitiva compreensão do alcance e efeitos desta regra de neutralidade decisória será a sua aplicação a um contexto específico de actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação, surgindo o acto administrativo fundamental de aprovação do prospecto, mais uma vez, como o exemplo mais adequado a essa tarefa.

Estando em causa a aprovação de um prospecto, a imposição de um dever de neutralidade impedirá, desde logo, a extensão do controlo administrativo aos aspectos não previstos e regulados pelas *normas de conduta* aplicáveis, não podendo a CMVM, no caso concreto, tomar uma decisão (de aprovação ou recusa de um prospecto) com base em considerações, parâmetros ou condições não previstas na lei, nomeadamente relativas ao risco subjacente à operação em causa<sup>88</sup>. Entra portanto aqui em acção a referida *condição negativa* da função de controlo de que a CMVM é incumbida, que impede que a decisão da autoridade administrativa seja influenciada por critérios (materiais ou finalísticos) distintos daqueles de que a lei faz depender a aprovação do prospecto. Pelo que, respeitados os requisitos legais aplicáveis, quer no que respeita ao conteúdo do prospecto, quer

86- MARCHETTI, 1988, 37. Também salientando que à autoridade administrativa não competem poderes para conformar a actividade de particulares com um determinado programa, nem tão pouco para sindicar a conformidade de uma determinada iniciativa económica com os fins sociais, GIOVANNI E. COLOMBO, "Tutela del risparmio e «controllo» della Consob", *RdSoc*, Vol. I, 1988, 19 ss. (20).

87- TORCHIA, 1992, 476.

88- Relembre-se mais uma vez o artigo 118.º n.º 3 do CdVM.

no que respeita à qualidade da informação, a conduta do particular cumprirá os parâmetros estabelecidos na *regra de conduta* que a CMVM é chamada a vigiar, devendo por isso a autoridade aprovar o prospecto.

Por outro lado, a aplicação deste dever de neutralidade impedirá a avaliação conjunta de cada um dos critérios de que depende a aprovação, no caso concreto, do prospecto preparado pelo particular. Os requisitos de completude, verdade, actualidade, clareza, objectividade e licitude da informação não poderão sobrepor-se, substituir-se, ou compensar-se mutuamente<sup>89</sup>. Do mesmo modo, tais requisitos não poderão ser valorados comparativamente, devendo a autoridade administrativa examinar e analisar cada um deles de forma independente e autónoma. Isto porque a *norma de conduta* aplicável não impõe nem prevê uma avaliação, mas antes uma verificação de que a informação contida no prospecto cumpre com todos e cada um de tais requisitos.

Do que ficou dito resulta inequívoca a influência que o critério da neutralidade exerce neste domínio da aprovação do prospecto. A verdade é que estamos aqui numa área em que a CMVM é chamada a preencher verdadeiros conceitos indeterminados, em que por isso subsistem também verdadeiras «folgas de apreciação». O dever de actuação neutral imporá então à autoridade administrativa que a densificação de tais conceitos seja feita exclusivamente com recurso aos conhecimentos técnicos específicos do mercado em que actua e nunca com base em “*valorações políticas*”<sup>90</sup> ou considerações finalísticas de prossecução do interesse público que

possam levar a CMVM a afastar-se dos parâmetros previstos na lei e que esta se encontra obrigada a aplicar.

### III. A actuação da CMVM e a prossecução *mediata* ou *reflexa* do interesse público

Como vimos, é a preocupação com a tutela do investidor que constitui o interesse público, a *esfera de necessidades* que justifica, legitima e molda a intervenção da CMVM no mercado de valores mobiliários. É tempo então de dedicar algumas linhas ao modo de prossecução desse interesse público no âmbito da disciplina da informação, aspecto que constitui um traço diferenciador do tipo de actuação administrativa aqui em análise.

A imposição de um critério de neutralidade no âmbito da actividade de controlo que é confiada à Administração impõe uma actuação “*independente face aos interesses envolvidos na sua actividade*”<sup>91</sup>, devendo a decisão administrativa fundar-se, apenas, nos requisitos e parâmetros previstos na *norma de comportamento* que a autoridade administrativa é chamada a garantir, sem que outro tipo de interesses seja tomado em consideração. É por isso que, no domínio da disciplina da informação, a função de controlo da CMVM tem como objecto exclusivo a aferição da conformidade de condutas de particulares com as regras aplicáveis, regras estas que têm como objectivo fundamental garantir que um nível adequado de informação é projectado para o mercado, obtendo-se, dessa forma, o equilíbrio desejado entre as posições dos vários participantes no mercado<sup>92</sup>.

89- Neste sentido, TORCHIA, 1992, 477.

90- FERNANDA MAÇAS, CATARINO & CARDOSO COSTA, 2004, 345.

91- VITAL MOREIRA, 2003, 128.

92- Como nota PIGA, 1989, 26, o objectivo da actuação da Administração é precisamente o de garantir a existência de informação com determinadas características nas relações *inter-privados*, sendo esse objectivo prosseguido mediante o controlo das regras e deveres que regem a difusão de informação para o mercado.

Sucedem porém que tal é feito sem que a CMVM busque a efectiva eliminação do risco de mercado, não pautando por isso a sua actuação pela prossecução [directa] do interesse público previamente definido e individualizado – a tutela da posição patrimonial do investidor e a eficiência e competitividade do mercado<sup>93</sup>. Tal interesse deixa, por isso, de constituir, directamente, o *motivo principalmente determinante* da actuação da Administração, uma vez que a finalidade dessa actuação se esgota na emissão do juízo de regularidade sobre o comportamento de um particular face à regra de conduta aplicável. Ou seja, entende-se que a conformidade entre o comportamento e a norma é suficiente para satisfazer o interesse público<sup>94</sup>. Neste domínio da disciplina da informação, não há, assim, uma configuração da protecção do investidor como o fim a alcançar no caso concreto. Razão pela qual, a prossecução do interesse público não tem, directamente, um verdadeiro conteúdo substancial, identificando-se, ao invés, com a manutenção do equilíbrio entre os diversos interesses privados<sup>95</sup>.

Donde resulta, então, aquilo que alguma doutrina qualifica como uma prossecução mediata do interesse público ou prossecução de um interesse público reflexo<sup>96</sup>. Isto porque, como vimos, o interesse público de tutela do investidor é prosseguido, mediatamente ou por reflexo, como consequência do controlo exercido sobre os requisitos que são estabelecidos para o exercício por privados de uma determinada actividade: neste caso, os requisitos impostos pela disciplina da informação. A actuação da CMVM,

restringindo-se o seu objecto exclusivo e imediato à verificação e controlo da disciplina da informação, esgota aí a sua intervenção, surgindo a prossecução do interesse público não de forma directa e autoritária – como é tradicional – mas, ao invés, como reflexo do cumprimento das regras de conduta aplicáveis. Tal cumprimento é assim considerado como suficiente para a satisfação do interesse público, independentemente dos resultados concretamente produzidos pelos comportamentos em causa<sup>97</sup>.

Constata-se assim que, nos casos atrás analisados, o que é realmente relevante é o controlo exercido pela autoridade administrativa sobre o cumprimento dos deveres de informação e, assim, os reflexos que este controlo tem na tarefa de protecção do investidor e do mercado. Não se pautando a actuação da Administração pela prossecução directa do interesse público, ela visa a manutenção de certas condições de equilíbrio entre privados – traduzidas na qualidade da informação – de onde resultará, reflexivamente, a prossecução do interesse público relevante: a tutela do investidor.

Recuperando então uma ideia já lançada atrás, a actuação administrativa parece aqui pautar-se por uma prossecução directa e imediata de um *interesse público instrumental* ou *procedimental* – a qualidade da informação difundida no mercado de capitais – e, nessa medida, pela prossecução reflexa e mediata do *interesse público substancial* que legitima a intervenção pública neste domínio: a tutela do consumidor.

---

93- OTERO, 2003, 324.

94- Assim, cumpridos os deveres de informação, não poderá a CMVM impor qualquer tipo de efeito substantivo no conteúdo das relações *inter-privados*, com o intuito de garantir directamente a tutela do investidor e da eficiência do mercado.

95- TORCHIA, 1992, 444.

96- SABINO CASSESE, 1986, 78; OTERO, 2003, 324; TORCHIA, 1992, 441 ss..

97- TORCHIA, 1992, 442.

**§ 5.º EXERCÍCIO  
DA «FUNÇÃO DE CONTROLO»  
E TUTELA JURISDICCIONAL**

**I. Os limites da sindicabilidade jurisdiccional**

No domínio da tutela jurisdiccional da função de controlo aqui descrita, a questão mais relevante a colocar não é a de saber se devem as autoridades administrativas independentes – e, dentro delas, a CMVM – estar sujeitas a controlo pela jurisdição administrativa. A resposta aí deve ser afirmativa<sup>98</sup>. Ao invés, aquilo que importa determinar, com rigor, é o tipo e a extensão da sindicabilidade judicial que, neste âmbito e em relação a este tipo de actuação administrativa, deve existir. Verdadeiramente importante é procurar saber se as características essenciais da actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação têm ou não consequência ao nível do respectivo escrutínio pelo juiz administrativo, determinando o impacto, ao nível da respectiva sindicabilidade jurisdiccional, da conclusão de que a actuação administrativa da CMVM no âmbito da disciplina da informação é caracterizada pela neutralidade decisória, por uma postura de terceiridade e pela prossecução reflexa ou mediata do interesse público, revestindo as matérias em jogo, ainda, uma particular especificidade e tecnicidade.

E o primeiro aspecto a salientar passa precisamente pela rejeição da ideia de que basta identificar a actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação como correspondendo a um espaço de *discrecionalidade técnica* – ou seja, a um espaço de “*discrecionalidade frente ao tribunal, mas não frente à lei*”<sup>99</sup> – para justificar a (falta de) sindicabilidade jurisdiccional

dos actos administrativos praticados pela CMVM que aqui nos ocupam. Isto porque, mesmo sem querer (nem poder) convocar para aqui as complexas discussões em torno da noção de *discrecionalidade técnica*, este percurso parece resultar numa evidente simplificação dos termos da discussão, «passando ao lado» daquela que é aqui a questão fundamental: saber se existe ou não, em função da norma legal que habilita a actuação da CMVM, um espaço de livre decisão administrativa. É daí, dessa conclusão, e não apenas da classificação da matéria em jogo como técnica ou não técnica, que resultará a possibilidade (ou a preclusão) do controlo judicial.

Que estamos, neste domínio, em face de normas eminentemente técnicas, que exigem um conhecimento específico do funcionamento do mercado de capitais, não restam quaisquer dúvidas. Mas isso não basta para que – alegando-se, sem mais, que se está perante um espaço de *discrecionalidade técnica* – a actuação administrativa em causa corresponda (sempre) a uma actividade vinculada mas (sempre) a uma actividade judicialmente insindicável. Isto porque, como nos lembra TIAGO ANTUNES, é “*impossível continuar a encarar o recurso à Técnica como um todo, como um conjunto homogéneo de situações*”<sup>100</sup>. O que importa, ao invés, é saber se o recurso à Técnica, e à técnica do mercado dos valores mobiliários, implica ou não a atribuição à CMVM de um espaço de livre decisão, de verdadeiras «prerrogativas de avaliação».

Os exemplos analisados nos Capítulos 3.º e 4.º mostraram bem como a actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação não corresponde, em regra, ao exercício de verdadeiros

98- Fazendo referência a este tema, VITAL MOREIRA & FERNANDA MAÇAS, 2003, 41 ss., que concluem pela necessidade de garantir a sindicabilidade dos actos administrativos praticados por autoridades administrativas independentes “*nos termos da judicial review da actividade administrativa*”.

99- TIAGO ANTUNES, *O Ambiente entre o Direito e a Técnica*, AAFDL, Lisboa, 2003, 25.

100- ANTUNES, 2003, 35. Também negando a natureza sempre vinculada das zonas de actuação usualmente caracterizadas como sendo de «discrecionalidade técnica», BERNARDO AYALA, *O (défice de) Controlo Judicial da Margem de Livre Decisão Administrativa*, Lex, Lisboa, 1995, 114, entendendo (bem) o Autor que o que nesses casos está verdadeiramente em causa é a concretização de conceitos vagos e indeterminados, podendo esta tarefa ser vinculada ou livre, consoante a norma habilitadora.



poderes discricionários. Na função de controlo que desempenha, a CMVM não dispõe de poderes de escolha para, de entre as várias soluções possíveis, e ponderados os interesses em jogo, optar, de acordo com os seus próprios critérios, pela solução que considere melhor do ponto de vista do interesse público<sup>101</sup>. Aliás, o contraste que acima foi ensaiado com alguns outros poderes (acessórios e eventuais) que a lei confere à CMVM no domínio da disciplina da informação, nos quais parece, aí sim, poderem identificar-se margens de discricionariedade<sup>102</sup>, revelou de forma clara que aquela que é a função principal a desempenhar pela autoridade administrativa no domínio da disciplina da informação difundida no mercado de valores mobiliários não assenta em prerrogativas de ponderação dos interesses em jogo e na consequente opção pela solução-alternativa considerada mais adequada. Ao invés, essa função de controlo traduz-se na (mera) aplicação ao caso concreto dos parâmetros e critérios previstos na lei, mediante a emissão de juízos (neutrais) de conformidade ou desconformidade em relação a condutas e situações jurídicas inter-privadas<sup>103</sup>. E não há nada de estranho nisso. A ausência de um exercício de poderes discricionários é perfeitamente compatível com os traços caracterizadores dos poderes exercidos pela CMVM neste domínio, poderes estes que, como ficou bem claro, se traduzem numa inequívoca função de garantia, de verificação imparcial e neutral da regularidade de comportamentos dos intervenientes no mercado em face, exclusivamente, das normas de conduta aplicáveis, sem que a lei apele, em regra, a juízos de ponderação.

Porém, a conclusão de que a função de controlo de juridicidade que é confiada à CMVM não

envolve o exercício de poderes discricionários, constituindo antes uma “*operação intelectual de interpretação*”<sup>104</sup> das normas de comportamento previstas na lei, não chega para resolver a questão da sindicabilidade dos actos de autoridade praticados nesse âmbito. Isto porque a ausência de discricionariedade não implica uma total ausência de margem de livre decisão administrativa e, em consequência, a possibilidade inequívoca de escrutínio judicial pleno. A verdade é que também nesta tarefa de (mera) *interpretação e aplicação* do parâmetro legal podem subsistir verdadeiras “folgas de apreciação”, decorrentes claro está da utilização de conceitos jurídicos indeterminados (de natureza técnica), que a Administração é chamada a preencher. É portanto a partir desta conclusão que parecem poder ser encontrados os critérios que nos permitam identificar o tipo e a extensão do controlo jurisdicional que pode ser exercido pelo juiz administrativo.

Entendo portanto ser para o domínio do recurso a conceitos indeterminados que deve ser trazida a questão em análise, até porque a disciplina da informação constitui um caso flagrante de uma actuação administrativa que, não envolvendo em regra, reitere-se, verdadeira discricionariedade, é amplamente baseada na valoração e concretização de conceitos jurídicos vagos e indeterminados, sendo a CMVM chamada, precisamente com recurso à técnica, e à técnica própria do mercado de capitais, a preencher ou densificar conceitos cuja aplicação não é imediata e que exigem da autoridade administrativa uma actividade integradora e de aplicação do direito ao caso concreto. Assim sendo, como e onde devem ser traçados os limites da sindicabilidade jurisdicional?

101- VIEIRA DE ANDRADE, “O Ordenamento Jurídico-administrativo”, *Contencioso Administrativo*, Braga, 1986, 35 ss. (46).

102- Cfr. artigos 141.º e 239.º do CdVM, por exemplo (cfr. supra, Capítulo 3.º, II, 2).

103- Também concluindo pela ausência de discricionariedade no juízo formulado pela CMVM acerca da juridicidade de situações privadas, OTERO, 2000, 687.

104- OTERO, 2000, 687.

Bem vinculada na doutrina portuguesa está a ideia de que “*os conceitos indeterminados não têm todos a mesma natureza*”<sup>105</sup>. Por isso, na tarefa de concretização de conceitos jurídicos indeterminados devem distinguir-se dois tipos de actuação administrativa, precisamente com base na dicotomia entre *conceitos indeterminados de tipo classificatório* e *conceitos verdadeiramente indeterminados* ou *conceitos-tipo*<sup>106</sup>. Creio estar precisamente nesta distinção a base para a solução do problema aqui formulado.

A primeira categoria corresponde àqueles casos em que a indeterminação da lei remete a CMVM para a emissão de um juízo de conformidade em relação a um comportamento de um particular com base em instrumentos e conhecimentos técnicos de aplicação exacta, imediata e automática. Estarão aqui em causa os juízos de «*accertamento*»<sup>107</sup>, ou seja, meros juízos de existência, em relação aos quais os conhecimentos técnicos de que a Administração dispõe permitem “*um consenso mais ou menos universal ou mais ou menos prevalecente*”<sup>108</sup> e cuja imprecisão pode ser solucionada com base em meros raciocínios *teorético-discursivos*<sup>109</sup>. Sendo o preenchimento do conceito indeterminado efectuado de forma unívoca e incontroversa, alheio à valoração do órgão administrativo, não subsiste qualquer margem de livre decisão administrativa. Nestes casos em que a lei não atribui qualquer autonomia à vontade do decisor, é inequívoca a vinculação da Administração, inequívoca a existência de uma só solução possível e, nessa medida, inequívoca também a

sindicabilidade jurisdicional plena da legalidade do acto administrativo. Impondo-se apenas uma solução possível, e não uma escolha entre várias alternativas possíveis, estamos nestes casos perante o exercício de um poder vinculado e susceptível, por isso, de escrutínio judicial completo.

Sendo possível encontrar alguns exemplos no actual sistema de controlo da informação difundida no mercado de valores mobiliários, não parece ser este o tipo de actuação mais importante que a lei confia à CMVM. Talvez pela sua maior rigidez intrínseca, que contrasta com a necessidade de flexibilidade e dinamismo que a regulação do mercado de capitais requer, não é aos *conceitos indeterminados de tipo classificatório* que, no domínio da disciplina da informação e para efeito da atribuição dos poderes que aí são exercidos pela autoridade administrativa, a lei mais recorre. É assim, pelo menos, nos institutos mais relevantes e nos actos administrativos da função de controlo. Ainda assim, há alguns exemplos importantes que devem ser considerados e que dizem essencialmente respeito aos conceitos técnico-jurídicos utilizados no âmbito da regulação financeira, os quais, constituindo verdadeiros *termos da arte*, são susceptíveis de apenas uma interpretação possível. A noção de *participação qualificada*<sup>110</sup>, ou a de *relação de domínio*<sup>111</sup>, utilizadas precisamente para impor deveres de informação cujo cumprimento a CMVM é chamada a vigiar, são talvez os casos mais relevantes. Tratando-se de conceitos que encerram alguma indeterminação,

105- AYALA, 1995, 123.

106- Distinção proposta por ROGÉRIO SOARES e desenvolvida por SÉRVULO CORREIA em *Legalidade e Autonomia Contratual nos Contratos Administrativos*, Almedina, Coimbra, 1987, 474 ss..

107- Na expressão de MASSIMO GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Vol. II, 3.ª ed., Giuffrè, Milão, 1993, 482 ss., que assim identifica os juízos de verificação, os juízos de classificação e de conformidade, sempre tendo como fim a atribuição de um efeito jurídico a uma dada realidade factual.

108- AFONSO QUEIRÓ, *Lições de Direito Administrativo*, Vol. I, Coimbra, 1976, 585.

109- SÉRVULO CORREIA, 1987, 474; AYALA, 1995, 122.

110- Cfr. artigo 16.º do CdVM, que estabelece, com base na noção de *participação qualificada*, a obrigação de os titulares de participações sociais em sociedades abertas superiores a determinados patamares comunicarem esse facto ao mercado.

111- Cfr. artigo 23.º do CdVM. Trata-se assim de uma noção igualmente utilizada para proceder ao cômputo dos votos detidos por um accionista, precisamente para apurar o montante da sua *participação qualificada*.

a sua densificação não deixa, contudo, de configurar meros *juízos de existência*, para os quais a lei, juntamente com os conhecimentos técnicos decorrentes de outras ciências, oferece os instrumentos necessários para chegar a soluções unívocas<sup>112</sup>. Nestes casos, portanto, será nula a margem de livre decisão da CMVM na densificação e valoração dos conceitos jurídicos indeterminados utilizados pela lei, resultando desta vinculação, assim, a possibilidade de sindicabilidade judicial plena dos actos administrativos praticados pela CMVM que incidam sobre, ou tenham como fundamento, este tipo de conceitos<sup>113</sup>.

No segundo conjunto de situações relevam já os *conceitos verdadeiramente indeterminados* ou *conceitos-tipo*, cujo preenchimento ou densificação surge como mais exigente, impondo à Administração a emissão de verdadeiros juízos de valoração<sup>114</sup>. Sendo a sua indeterminação apenas ultrapassável mediante o recurso a valorações e “*avaliações próprias*”<sup>115</sup> da Administração e implicando, por isso, a realização de juízos de prognose, típicos da “*autonomia pública administrativa*”<sup>116</sup>, este tipo de conceitos resulta já na concessão de uma verdadeira margem de livre decisão da Administração. Ou seja, implicam uma actuação não vinculada, porquanto a indeterminação do conceito (técnico) não impõe uma única solução possível, mas ainda assim (materialmente) distinta da discricionariedade.

Consequência evidente da necessidade de flexibilidade que subjaz à regulação dos mercados

financeiros, verifica-se que este tipo de conceitos verdadeiramente indeterminados é amplamente utilizado no domínio da disciplina da informação. A CMVM é por isso remetida para tarefas que, sendo ainda de natureza técnica, não deixam de implicar um certo grau de autonomia para a emissão de juízos *reconstrutivos* ou *criativos*<sup>117</sup>.

É designadamente para essa tarefa que a lei remete a CMVM quando cabe a esta autoridade administrativa a verificação de que a informação veiculada para o mercado de capitais é *completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita*, ou de que a informação constante de um prospecto permite *aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes e sobre a situação patrimonial, económica e financeira do emitente*. Da mesma forma, é à valoração de conceitos (verdadeiramente) indeterminados que a lei apela, quando confia à CMVM a tarefa de controlar a obrigação de comunicação de todos os *factos ocorridos na esfera de actividade que não sejam do conhecimento do público e que, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, sejam susceptíveis de influir de maneira relevante no preço das acções*.

Nestes casos em que a CMVM é chamada a emitir juízos de prognose ou de probabilidade em relação à futura evolução do mercado e a avaliar a qualidade da informação difundida no

112- E inserindo-se, assim, na subespécie dos *conceitos imprecisos de natureza jurídica* (AYALA, 1995, 122).

113- Para além dos dois (muito significativos) exemplos já referidos, outros *conceitos-classificatórios* podem ser encontrados igualmente no âmbito da regulação da informação difundida no mercado de valores mobiliários, e cuja concretização caberá, portanto, à CMVM. É o caso, entre outros, dos conceitos de *pedidos de admissão em bolsa* (cfr. artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2004), de *renovação de folhas de cupões* ou de *atribuição de notação de risco* (cfr. artigo 4.º do mesmo Regulamento); e do conceito de *jornal de grande circulação no País*, utilizado no artigo 140.º do CdVM a propósito dos meios de divulgação do prospecto.

114- E juízo este já não *teorético-discursivo*, mas sim *causal-teorético* (SÉRVULO CORREIA, *Legalidade e Autonomia Contratual nos Contratos Administrativos*, cit., 474).

115- VIEIRA DE ANDRADE, 1992, 367.

116- SÉRVULO CORREIA, 1987, 474.

117- VIEIRA DE ANDRADE, 1992, 367.

caso concreto, se é certo que não existe verdadeira discricionariedade, não parece, ainda assim, haver uma só solução correcta, um só resultado vinculado. Isto porque, como se viu, nem sempre o recurso a conceitos técnicos indeterminados significa uma “*completa e total vinculação*”<sup>118</sup>, nem impõe uma só solução admissível. Ao invés, a indeterminação técnica pode abrir a porta a mais do que uma solução possível e aceitável. É por isso que, nestes casos em que cabe à autoridade administrativa emitir um juízo de verificação (ou não verificação) dos elementos da situação concreta de que depende a produção dos efeitos jurídicos em causa<sup>119</sup>, ou dos pressupostos reais de aplicação da medida estabelecida ou de escolha da solução adequada<sup>120</sup>, subsistem verdadeiras *folgas de apreciação*. Assim sendo, em que medida estará esta actividade sujeita a controlo judicial?

Não se pretendendo (nem podendo) trazer para aqui a vasta discussão em torno da sindicabilidade da tarefa de valoração e densificação pela Administração de conceitos jurídicos indeterminados, sempre se dirá que, subsistindo uma efectiva margem de livre decisão da CMVM na aplicação da norma administrativa, não poderá o juiz substituir-se na tarefa de integração do *conceito-tipo* em causa ou na emissão do juízo de prognose efectuado pela Administração<sup>121</sup>. Se o fizesse, “*estaria a exercer a função administrativa, e não a jurisdicional*”<sup>122</sup>. Decorrendo da utilização do conceito indeterminado uma

«*zona de incerteza*», a conduta que concretize tal conceito escapará ao cutelo judicial<sup>123</sup>. Não sendo inexistente, o controlo judicial será então limitado, traduzindo-se exclusivamente num *controlo de legalidade*<sup>124</sup>, incidindo exclusivamente sobre os aspectos vinculados do exercício do poder em causa, ou seja, à parte vinculada do acto, aplicando-se a teoria geral dos vícios do acto administrativo<sup>125</sup>. Já no que se reporta à livre valoração de conceitos indeterminados, é precluída a ingerência judicial.

De tudo o que ficou dito resulta então que, no caso concreto, se impõe a interpretação da norma que atribui à CMVM o poder a ser exercido, a fim de procurar determinar qual a natureza do conceito indeterminado (técnico) a que aí se lança mão. Cabe ao intérprete procurar na norma e no conceito técnico aí empregado os indícios que permitam determinar se se prevê uma actuação vinculada, mediante a utilização de conceitos classificatórios (nomeadamente de conceitos jurídicos próprios do Direito dos Valores Mobiliários) que apelam à realização de meros juízos de existência; ou se, ao invés, está em causa uma actuação que envolve valorações próprias da autoridade, mediante o recurso a conceitos-tipo e implicando, por isso, a emissão de juízos de prognose. Em suma, impõe-se interpretar de forma cuidada a norma para apurar, com base nestes indícios, se “*estamos perante um actividade [técnica] apenas balizada pela lei ou fortemente limitada*”

118- ANTUNES, 2003, 35.

119- AYALA, 1995, 114.

120- VIEIRA DE ANDRADE, 1992, 367.

121- VIEIRA DE ANDRADE, *A Justiça Administrativa (Lições)*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, 104, sustentando não poder o juiz substituir a autoridade administrativa “*quando esteja em causa o conteúdo “discricionário” de um acto de autoridade*”, englobando no conceito amplo de “discricionário” também “*os espaços próprios de apreciação na aplicação de conceitos imprecisos*” (id., nota 140).

122- FREITAS DO AMARAL, 2001, Vol. II, 114.

123- AYALA, 1995, 126. A tarefa de identificação, no caso concreto, do tipo de conceito indeterminado utilizado na norma, se *conceito-classificatório*, se *conceito-tipo*, não será sempre automática e linear. Para além dos indícios já referidos no texto, remete-se aqui ainda para os critérios propostos por BERNARDO AYALA para destrinçar estes dois tipos de conceitos indeterminados, cuja aplicação em concreto parece efectivamente operativa.

124- FREITAS DO AMARAL, 2001, Vol. II, 103.

125- Ou seja, incidindo tal controlo, essencialmente, sobre as atribuições e competência do órgão, o fim do acto, a forma e formalidades essenciais, o erro e a violação de lei.

*e orientada por essa mesma lei*<sup>126</sup>. A actuação da CMVM, no domínio da disciplina da informação, estará sujeita a controlo judicial pleno no segundo caso, mas já não, naturalmente, no segundo, em que tal controlo se limitará aos parâmetros de sindicabilidade típicos da margem de livre decisão administrativa.

## II. Controlo jurisdicional e neutralidade

Na análise até aqui feita desta questão, não foram naturalmente esquecidas as especiais características que reveste a actuação administrativa protagonizada pela CMVM no domínio da disciplina da informação e que, de resto, justificaram esta incursão no tema do respectivo controlo jurisdicional. Não se esqueceu, obviamente, a imposição de um critério de neutralidade decisória, nem a terceiridade da actuação da CMVM nesta sede, nem sequer a prossecução mediata ou reflexa do interesse público. Entendeu-se, contudo, que tratando-se sem dúvida de características relevantes, com inequívocas consequências ao nível actuação da autoridade administrativa, elas não interferem na tarefa de identificar a existência (ou não) de uma margem de livre decisão administrativa na densificação dos conceitos indeterminados técnicos a que a lei recorre para atribuir à CMVM os poderes de controlo, regulamentares e sancionatórios no domínio da disciplina da informação. No fundo, a tarefa de saber se a utilização de conceitos indeterminados encerra ou não alguma «folga de apreciação administrativa» e, assim, de saber se o acto administrativo correspondente é ou não sindicável pelo juiz, não parece, na sua essência, ser afectada por estas características.

Porém, tal não significa, bem pelo contrário, que o controlo jurisdicional, quando exista, não tenha de ser feito tendo presentes os principais

traços caracterizadores da actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação. Isto porque, recuperando as pistas que foram sendo lançadas ao longo do texto, dos traços característicos desta *nova dimensão do Direito Administrativo* que aqui foi estudada parece nascer um novo parâmetro de controlo jurisdicional da actuação administrativa. Precisamente, o dever de actuação neutral face aos interesses em jogo, impondo decisões baseadas exclusivamente na aplicação dos critérios previstos na lei e não de quaisquer outras considerações finalísticas. Significa isto, então, que o controlo judicial da actuação da CMVM que envolva margens de livre decisão decorrentes da utilização de verdadeiros conceitos indeterminados – actuação esta que, como vimos, é predominante no domínio da disciplina da informação – terá de escrutinar, ao lado dos tradicionais vínculos da margem de livre decisão administrativa, também o cumprimento do dever de neutralidade enquanto critério de decisão.

Em síntese, aquilo que aqui se defende a respeito do controlo jurisdicional dos actos administrativos praticados pela CMVM relacionados com a informação difundida nos mercados de capitais passa então por duas ideias ou dois vectores fundamentais. A existência ou não de controlo jurisdicional pleno dependerá da análise rigorosa da norma que habilita a autoridade administrativa a actuar, para poder determinar se os conceitos indeterminados aí utilizados atribuem à CMVM algum espaço de livre decisão. É esse o primeiro passo a dar, sendo que, aí, a especial natureza deste tipo de actuação administrativa parece não interferir. Não existindo tal margem de livre decisão, será pleno o controlo jurisdicional. Ao invés, sendo efectivamente consagrado um *espaço de autonomia administrativa*, então sim, entra em acção a nova morfologia da actuação administrativa

126- ANTUNES, 2003, 36.

aqui estudada, devendo o tribunal, para além dos parâmetros de controlo típicos, para além dos vínculos típicos do acto praticado no exercício da autonomia administrativa, confirmar se o exercício dos poderes administrativos respeitou a exigência de neutralidade e independência em relação aos interesses em jogo.

Isto significa, então, que o juiz administrativo deve aferir se, no caso concreto, a emissão pela CMVM de um qualquer juízo de conformidade ou desconformidade em relação a um comportamento de um particular teve apenas e só em consideração os critérios, condições e parâmetros estabelecidos na norma aplicável, independentemente da composição dos interesses específicos em causa. É esta, creio eu, a principal – e muito significativa – diferença de regime que pode, neste domínio, ser encontrada. E é também, acredito, um importante vínculo adicional que pode contribuir para um maior controlo e, assim, uma maior responsabilização da actuação (independente) da CMVM – e, bem assim, de outras autoridades administrativas independentes.

## § 6.º CONSIDERAÇÕES FINAIS: A GARANTIA ADMINISTRATIVA DO DIREITO PRIVADO

### I. Garantia administrativa do Direito Privado

É agora tempo, para terminar, de voltar a tecer algumas considerações de natureza mais geral a respeito do tipo de actuação administrativa que, tendo como inspiração a intervenção da CMVM

no domínio da disciplina da informação do mercado de valores mobiliários, aqui se procurou descrever. Não se pretende, naturalmente, repetir as conclusões a que se foi chegando ao longo do texto. Ao invés, o objectivo deste último Capítulo é o de tentar conciliar esta *nova dimensão do Direito Administrativo* com algumas das tendências e evoluções mais recentes deste ramo do Direito, que decorrem, essencialmente, das profundas transformações registadas nas últimas décadas ao nível dos modelos de intervenção estadual na economia e nos mercados.

E a primeira ideia que importa reter é a de que o exemplo aqui estudado de interferência pública no desenvolvimento de uma actividade económica se parece integrar naquilo que tem vindo a ser designado por alguma doutrina como uma dimensão de *Direito Administrativo de garantia*<sup>127</sup>. Enquanto traço característico da (actual) *fase pós-privatização*, em que a iniciativa económica (*latu sensu*) é transferida para os particulares, constata-se que passa a caber ao Estado a missão de gerir as consequências da privatização<sup>128</sup>. O Direito Administrativo assume por isso uma vertente fundamental de “*direito de garantia da realização do interesse público*”<sup>129</sup>, em que é reservada à Administração um papel de “*garantia pública de pressupostos bastantes para o sucesso de certas iniciativas provenientes do seio da sociedade*”<sup>130</sup>, um verdadeiro papel de “*vigilante*”<sup>131</sup>, cabendo aos próprios particulares e ao livre funcionamento do mercado a realização do interesse público<sup>132</sup>. Ao Direito Administrativo e, dentro

127- Não podendo aqui desenvolver uma análise geral deste tópico, remete-se para o estudo aprofundado que a ele é dedicado por GONÇALVES, 2003, 117 ss..

128- GONÇALVES, 2003, 117. Também salientando a função garantística de que é incumbido o Direito Administrativo na fase pós-privatização, ELISABETTA FRENI, “Le Privatizzazioni”, *Trattato di Diritto Amministrativo, Finanza Pubblica e Privata – La Disciplina Della Economia* (org. SABINO CASSESE), Vol. III. Giuffrè, Milão, 2000, 3061 ss..

129- SÉRVULO CORREIA, 2001, 1161.

130- SÉRVULO CORREIA, 2001, 1161.

131- PAOLO DURET, “Autorità ed Agenzie e l’Amministrazione in Cammino”, 18.

132- GONÇALVES, 2003, 166.

deste, ao “*mercado da regulação*”<sup>133</sup> é então confiada uma nova e fundamental função: a de coordenar e controlar as actividades económicas que, passando cada vez mais a ser da iniciativa dos agentes (privados) do mercado, contribuem para a prossecução dos fins públicos. Ao Estado Administrativo é atribuída uma “*funzione giudicante*”, cabendo-lhe garantir a aplicação da lei no sector ou mercado em causa, vigiando os operadores e sancionando as condutas incumpridoras<sup>134</sup>. Surge assim o chamado Direito Administrativo de Garantia.

Ora, parece ser precisamente este o propósito da disciplina da informação difundida no mercado de valores mobiliários e dos poderes que, nesse domínio, são exercidos pela autoridade administrativa: a projecção de um efeito de garantia nas relações entre privados. A intervenção da CMVM e o controlo que esta exerce sobre a quantidade e a qualidade da informação veiculada para o mercado surgem essencialmente como *condição preliminar* do desenvolvimento, por privados, de uma determinada actividade negocial, não produzindo, porém, quaisquer efeitos quanto ao conteúdo, objecto e efeitos dessa actividade negocial, que é assim deixada à livre escolha das entidades privadas que a desenvolvem<sup>135</sup>. À autoridade administrativa cabe garantir que ao mercado chega toda a informação necessária ao seu funcionamento adequado e eficiente, procurando com isso assegurar que nele estão presentes os pressupostos de que dependem as decisões de investimento a ser tomadas por privados<sup>136</sup>. Mas é depois aos particulares, aos participantes do mercado, que cabe decidir se pretendem adquirir ou alienar as acções ou obrigações em causa, e os termos e

condições em que tal pode suceder.

É por esse motivo que o acto administrativo de aprovação do prospecto não intervém numa relação jurídica privada já em desenvolvimento, mas coloca-se, ao invés, na fase preliminar de uma relação inter-privados (eventual). E o mesmo sucede com o acto de controlo da comunicação de factos relevantes: não se afectam relações inter-privadas já constituídas, antes se procura garantir que as relações inter-privadas que se podem vir a desenvolver gozam de toda a informação que, de acordo com a lei, é considerada relevante. Noutros termos, os actos administrativos aqui praticados pela autoridade administrativa não produzem efeitos substanciais, nem têm como efeito a conformação directa dos negócios de Direito Privado que são celebrados no mercado de valores mobiliários entre emitentes, intermediários financeiros e investidores, encontrando-se, ao invés, exclusivamente destinados a garantir as condições para o desenvolvimento equilibrado dessas situações jurídicas inter-privadas.

Estamos assim bem longe, no plano sistemático, dos casos de actos administrativos em que a intervenção administrativa se pauta pela conformação dos poderes, direitos e deveres das partes no âmbito dos negócios de privados<sup>137</sup>. Isto porque as exigências de tutela e de protecção se conseguem de forma indirecta, mediante um acto administrativo referente não à substância das diversas situações jurídicas privadas, mas às condições de exercício dessas situações. Com a consequência de que a intervenção administrativa não tem, então, um efeito correctivo do modo de exercício da autonomia

133- FRANCISCO JOSÉ VILLAR ROJAS “Privatización de Grandes Servicios Públicos”, *Os Caminhos de Privatização da Administração Pública – IV Colóquio Luso Espanhol de Direito Administrativo*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, 207 ss. (215).

134- CARINGELLA, 2003, 783.

135- No mesmo sentido, TORCHIA, 1992, 488, chamando assim a atenção para a circunstância de, numa “*perspectiva lógico-temporal*”, o acto administrativo surgir em momento prévio ao desenvolvimento, pelos particulares em causa, da actividade objecto de controlo.

136- Consta-se assim que o respeito pelas regras de conduta constitui uma condição para o desenvolvimento de uma actividade por uma entidade particular, não muito diferente das regras que resultam do Código Civil ou do Código das Sociedades Comerciais.

137- TORCHIA, 1992, 480.

negocial, actuando apenas ao nível (da verificação) dos pressupostos do exercício dessa autonomia.

Um interessante efeito desta vertente garantística do Direito Administrativo, destinado a regular relações jurídicas inter-privados, consiste então na *publicização*<sup>138</sup> de determinadas realidades jurídicas previamente reguladas em exclusivo no âmbito do Direito Privado e por isso sujeitas ao princípio da autonomia privada. Em particular no âmbito do mercado de valores mobiliários, verifica-se que a prossecução (mediata) do interesse público de tutela do investidor conduz ao surgimento de uma «camada» adicional de regras e deveres que, ao lado daqueles impostos pelo Código Civil e pelo Código das Sociedades Comerciais, devem também ser cumpridos pelas entidades privadas que participam no mercado. Incidindo essencialmente ao nível organizacional<sup>139</sup>, algumas matérias objecto deste fenómeno de *publicização* consistem, por exemplo, na composição dos órgãos sociais das empresas, área em que a ingerência pública se começa a fazer sentir; na remuneração dos executivos societários, surgindo aqui cada vez mais obrigações de informação e limitações materiais efectivas da autonomia privada, onde previamente prevalecia o *arbitrio privado*; nos deveres de documentação e arquivo conexos com as relações estabelecidas com clientes e investidores; nas relações com consultores externos e auditores, que começam também a ser objecto de condicionamentos; e, como não poderia deixar de ser, nos próprios deveres de informação societários.

Em consequência, assiste-se nestas áreas previamente isentas de intervenção pública a uma

redução efectiva do espaço da autonomia das entidades privadas, aumentando o poder de ingerência, directa ou indirecta, do Direito Administrativo, mas dificultando-se com isso, as distinções tradicionais entre o direito privado e o direito público<sup>140</sup>.

Exemplo eloquente desta realidade no mercado de capitais português representa, sem dúvida, o conjunto de regras relativas ao governo das sociedades cotadas, estabelecido pelo Regulamento da CMVM n.º 7/2001. Aqui, numa «área» anteriormente de tratamento exclusivo pelo Direito Privado, surge agora um conjunto de regras e deveres de informação e de organização interna, cujo cumprimento, naturalmente, é confiado à CMVM. Trata-se de um evidente caso de *ingerência* pública num domínio previamente privado, contribuindo, em nome da prossecução do interesse público presente no mercado de valores mobiliários, para uma certa fluidez nas fronteiras entre Direito Público e Direito Privado. Estaremos, assim, talvez perante uma das situações qualificadas por PEDRO GONÇALVES como correspondendo a uma *expansão de valores do Direito Administrativo*, em que se assiste a um “*processo de irradicação para a esfera do direito privado de uma ética e um espírito tradicionalmente associados às regras do direito administrativo: regulamentação e condicionamento do exercício de autoridade, garantia de objectividade na tomada de decisões, fundamentação, publicidade e transparência nos processos decisórios*”<sup>141</sup>. Trata-se, no fundo, e como nota o mesmo Autor, da resposta necessária a um esquema que enveredou por um certo esbatiamento do Estado e por uma deslocalização do eixo das suas responsabilidades para a ideia de

138- Neste sentido, FERNANDA MAÇAS, CATARINO & CARDOSO COSTA, 2004, 425.

139- UWE H. SCHNEIDER, “Cross Border Compliance: Organizational Duties Imposed on National and International Investment Firms”, *European Securities Market: The Investment Services Directive and Beyond* (org. GUIDO FERRARINI), Kluwer Law, London, 1998, 73 ss..

140- FERNANDA MAÇAS, CATARINO & CARDOSO COSTA, 2004, 424; para uma análise interessante da tensão entre estas «camadas normativas», ver SCHNEIDER, 1998, 73 ss..

141- GONÇALVES, 2003, 235 ss..



garantia<sup>142</sup>.

## II. A coexistência de elementos típicos da função jurisdicional e da função administrativa

As características que se têm vindo a apontar a esta *nova dimensão* de intervenção pública na economia, na medida em que contribuem para a construção de um novo modelo de actuação administrativa, baseado em objectivos novos, em critérios de decisão distintos e num novo posicionamento da Administração face aos interesses em jogo, parecem não deixar imunes “*os alicerces tradicionais configurativos da função administrativa*”<sup>143</sup>, tal como esta é tradicionalmente configurada, com base precisamente numa actuação parcial na resolução dos conflitos de interesses e na presença de uma “*forte componente autoritária*”<sup>144</sup>. E, mais uma vez, a disciplina da informação e os poderes que nesse domínio são exercidos pela CMVM são apenas um exemplo mais desta alegada fluidez das fronteiras da função administrativa.

Persistem ainda neste tipo de actuação administrativa diferenças essenciais que a separam da função jurisdicional, nomeadamente ao nível da caracterização e natureza das entidades públicas aqui envolvidas e dos efeitos jurídicos (formais e substanciais) que dela são resultantes.

São porém claros os factores que nos permitem a identificação, nesta *nova dimensão do Direito Administrativo*, de alguns traços típicos da função jurisdicional. Caracterizados os poderes exercidos pela CMVM com base em ideias

como a deslocalização da Administração do centro da relação jurídico-administrativa, a imposição da neutralidade decisória, que afasta da actuação administrativa uma “*componente autoritária*”<sup>145</sup> em função dos interesses em jogo e, ainda, a prossecução mediata ou reflexa do interesse público, a consequência parece ser, então, a coexistência, neste domínio, de elementos próprios da função jurisdicional e da função administrativa<sup>146</sup>.

Esta coexistência decorre, desde logo, da circunstância de, tal como ao poder jurisdicional compete avaliar e aferir a regularidade de casos concretos em função de regras predeterminadas e, com isso, “*definir o Direito (juris diction) em concreto*”<sup>147</sup>, também as normas de Direito Administrativo (e mesmo aquelas que são emanadas pela autoridade administrativa) constituem para a CMVM normas de juízo e já não normas de comportamento. Integrando-se na referida *garantia administrativa do Direito Privado*, a disciplina da informação surge assim como um conjunto de regras de conduta destinados não à Administração e aos seus actos, mas à actividade de privados, sendo a CMVM chamada a zelar pelo seu cumprimento. Pelo que, recorrendo aos factores distinção entre função administrativa e função jurisdicional propostos por JORGE MIRANDA, se verifica que “*o cumprimento das normas jurídicas [surge] como causa dos actos da função jurisdicional*”<sup>148</sup>... e, também, como *causa* da função administrativa.

Adicionalmente, verifica-se que o juízo de conformidade que a Administração é chamada a

142- GONÇALVES, 2003, 235.

143- OTERO, 2003, 324. Também sublinhando a natureza quase jurisdicional da actividade administrativa desenvolvida no mercado dos valores mobiliários, TORCHIA, 1992, 499 ss.; OTERO, 1999, 253 ss..

144- JORGE MIRANDA, *Manual de Direito Constitucional (Actividade Constitucional do Estado)*, Tomo V, 2.ª ed. Coimbra Editora, Coimbra, 2000, 29.

145- JORGE MIRANDA, 2000, 30.

146- OTERO, 2000, 683.

147- JORGE MIRANDA, 2000, 29.

148- JORGE MIRANDA, *Manual de Direito Constitucional...*, cit., 30.

emitir em face de um comportamento concreto não pode ser feito de forma autónoma, independente e proactiva. Ao invés, a actuação da CMVM depende sempre de actos ou factos prévios de particulares. Ou seja, neste domínio, a actuação da intervenção da autoridade administrativa está sempre dependente de comportamentos de privados<sup>149</sup>, não lhe competindo agir de modo e iniciativa própria, mas sempre em reacção – ainda que preventiva – a actos e factos dos participantes no mercado. Pelo que, recorrendo agora à doutrina de MARCELLO CAETANO, se verifica que sendo a “imparcialidade e passividade (...) as características do processo jurisdicional da execução das leis...”<sup>150</sup>, elas passam também a ser características da actuação da Administração no controlo e garantia da informação difundida para o mercado de valores mobiliários, actuação esta que deixa assim de ser sempre pautada pela parcialidade e iniciativa<sup>151</sup>. Como consequência, e como nota PAULO OTERO, esta actuação da Administração partilha uma das características típicas da função jurisdicional: a já referida terceiridade<sup>152</sup>.

E constata-se, por fim, que nesta *nova dimensão do Direito Administrativo*, a resolução de potenciais conflitos é feita não com base numa apreciação *ad hoc* do interesse geral, mas sim com base em normas pré-existentes. Como vimos, o interesse público deixa de ser a “*causa [directa] dos actos da função administrativa*”<sup>153</sup>, sendo o mesmo prosseguido de forma reflexa ou mediata. Ao invés, na

disciplina da informação, a função administrativa esgota-se no controlo da conformidade de comportamentos com a lei aplicável, caracterizando-se por isso, também, por uma “*postura essencialmente intelectual e retrospectiva*”<sup>154</sup>, e fazendo com que a CMVM desenvolva uma “*actividade equivalente à de um juiz*”<sup>155</sup>.

Dito isto, não pode o presente texto acabar sem voltar a recuperar um pressuposto fundamental do estudo que aqui se procurou efectuar, pressuposto esse que correu certamente o risco de ser por vezes abalado pelo entusiasmo investido na *construção desta nova dimensão do Direito Administrativo* baseada na actuação da CMVM no domínio da disciplina da informação difundida no mercado de capitais. Reitere-se então que esta *nova dimensão* não nasce de fraquezas ou insuficiências das concepções tradicionais da função administrativa e da actuação dos entes públicos nas suas relações com os mercados. Ao invés, ela constitui apenas o reflexo inevitável no Direito Administrativo das transformações profundas por que passa(ra)m as relações entre Estado e economia. Ela não vem, por isso, pôr em crise ou sobrepor-se à dogmática tradicional, nem ao Direito Administrativo autoritário ou ao Direito Administrativo de prestação. Representa, ao invés, um *Direito Administrativo condicional*<sup>156</sup>, que não é imune aos princípios e valores constitucionais que regulam a actuação da Administração Pública, que é caracterizado por uma intervenção pública neutral (e não autoritária)<sup>157</sup>, que comporta uma dimensão trilateral das relações entre

149- TORCHIA, 1992, 500.

150- MARCELLO CAETANO, *Direito Constitucional*, Vol. I, Forense, Rio de Janeiro, 1977, 208 ss..

151- MARCELLO CAETANO, *Manual de Direito Administrativo*, Vol. I, 10.º ed. (2.ª Reimpressão), Almedina, Coimbra, 1982, 12 e 13.

152- OTERO, 2003, 325.

153- JORGE MIRANDA, 2000, 30.

154- JORGE MIRANDA, 2000, 30., referindo-se, porém, à função jurisdicional.

155- OTERO, 2003, 325.

156- OTERO, 1999, TORCHIA, 1992, 501.

157- TORCHIA, 1992, 501.

poder público e particulares<sup>158</sup> em que a Administração é deslocada do eixo essencial da relação jurídico-administrativa, e em que a prossecução do interesse público surge como consequência reflexa de uma actuação principal de

controlo exercido sobre as condutas de privados. Concretiza-se assim uma verdadeira *terceira dimensão do Direito Administrativo*<sup>159</sup>, um novo edifício que começa agora a ser construído, e para cujas fundações se espera aqui ter modestamente contribuído.



---

158- OTERO, 1999, 260.

159- OTERO, 2000, 693