

A RESPONSABILIDADE CIVIL PERANTE OS INVESTIDORES POR REALIZAÇÃO DEFEITUOSA DE RELATÓRIOS DE AUDITORIA, RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO E RELATÓRIOS DE NOTAÇÃO DE RISCO

MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA

INTRODUÇÃO

A disciplina da informação no Direito dos Valores Mobiliários constitui um tema nuclear deste ramo do Direito. A explicação da particular importância que assume a informação neste âmbito será desenvolvida ao longo do presente estudo, parecendo desde já conveniente assinalar que ela se revela crucial para a protecção dos investidores e, conseqüentemente, para a prossecução do interesse público da promoção da eficiência do mercado dos valores mobiliários. A especial relevância da informação reflecte-se nos múltiplos deveres informativos impostos pela lei mobiliária, assim como nas exigências relativas à qualidade da informação previstas no art. 7º do Código dos Valores Mobiliários (doravante CVM). Sintomático do interesse da divulgação da informação é igualmente o controlo que sobre ela exerce a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM) e que integra os princípios a que obedece a supervisão que a lei lhe atribui (art. 358º c) CVM). Esta actividade de controlo

manifesta-se nomeadamente na aprovação do prospecto. Na verdade, o art. 118º/5 CVM dispõe que a aprovação do prospecto implica a verificação da conformidade da informação com os princípios qualitativos constantes do referido art. 7º. Porém, tal não significa que o legislador faça decorrer da aprovação do prospecto uma *garantia* quanto à veracidade e completude da informação (art. 118º/7)¹, nem a aprovação do prospecto assegura que as perspectivas e os riscos das operações propostas estejam nele adequadamente retratados². Uma vez que a supervisão da CMVM não envolve um controlo sobre o mérito³ da informação, a tutela ressarcitória, a par da responsabilidade penal e da responsabilidade contraordenacional, constitui um instrumento particularmente importante para proteger a regular formação da vontade do investidor e a realização da eficiência do mercado⁴. O CVM contém normas relativas à responsabilidade civil pelo conteúdo da informação divulgada. Estes preceitos

1- Chamando também a atenção para esta circunstância, ASSMANN, *Civil Liability for the Prospectus*. In AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários” Coimbra: Almedina, 2006, p. 180.

2- ASSMANN, *Civil Liability for the Prospectus...cit.*, p. 180.

3- ANDRÉ FIGUEIREDO, *A informação divulgada no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM. Uma “NOVA DIMENSÃO DO DIREITO ADMINISTRATIVO?”*. “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” nº 24 (Novembro de 2006), p. 77. Também neste sentido, PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação e a formação dos preços no mercado de valores mobiliários*. “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” nº 2 (1º semestre de 1998), p. 91. Apontando também a ideia de que a entidade de supervisão não desenvolve um controlo de mérito da informação constante do prospecto, ASSMANN, *Civil liability for the prospectus...cit.*, pp. 174 e 180.

4- Sublinhando a complementaridade da responsabilidade civil por prospecto relativamente aos poderes de supervisão em matéria de controlo da informação divulgada, ASSMANN, *Civil liability for the prospectus...cit.*, pp. 174 e 180.

incidem sobre o relatório de auditoria (art. 10º) e sobre o prospecto de ofertas públicas, desenvolvendo o legislador neste último caso um regime particular, previsto nos arts. 149º e segs. Este regime serve de modelo à responsabilidade civil pelas informações noutros quadrantes do CVM. Assim, a responsabilidade civil pelo conteúdo das informações contidas no prospecto de admissão dos valores mobiliários à negociação (art. 243º CVM), bem como a responsabilidade civil pelo conteúdo daquelas que são impostas a respeito dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (art. 251º CVM) regem-se, com as necessárias adaptações, pelos arts. 149º e segs. CVM. O mesmo acontece com a publicidade relacionada com ofertas públicas (art. 121º CVM)⁵. Contudo, apesar da extensão das informações cobertas,

não é possível afirmar que o CVM consagre um regime geral de responsabilidade civil pelo conteúdo de informações⁶.

Nesta análise, pretendemos estudar a responsabilidade civil pela deficiente realização de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco. Trata-se, como veremos, de actividades relevantes para os investidores na tomada das suas decisões e que, por isso, têm um papel decisivo na eficiência do mercado. A importância destes estudos é atestada pela experiência norte-americana, em que se tem vindo a reconhecer as deficiências dos trabalhos desenvolvidos pelos chamados *gatekeepers* como causa dos escândalos financeiros como o *Enron*⁷. Também na Europa não passou despercebido o papel dos *gatekeepers*

5- Esta solução justifica-se pelo facto de as exigências impostas pela lei ao conteúdo da informação contida no prospecto poderem perder a sua eficácia através da publicidade relativa a ofertas públicas. De facto, terá sido essa preocupação que inspirou os arts. 121º e 122º CVM. Nesta linha se inscreve também a circunstância de as exigências de qualidade de informação enumeradas no art. 7º/1 CVM se estenderem à informação contida em mensagens publicitárias - v. PAZ FERREIRA, *A informação no mercado de valores mobiliários*. In AAVV, "Direito dos Valores Mobiliários". Coimbra: Almedina, 2001, pp. 141 e 142. Refira-se, no entanto, que o facto de o art. 121º/3 estar colocado no âmbito das ofertas públicas não parece permitir uma interpretação que se direcione no sentido de subordinar ao regime da responsabilidade por prospecto a generalidade das mensagens publicitárias relativas a valores mobiliários. Na verdade, para a generalidade das mensagens publicitárias relativas a valores mobiliários, parece valer a remissão do art. 7º/4 CVM para o Código da Publicidade, concretamente para o seu art. 30º. A este propósito, v. BÖCKEL/ GRÜNEWALD, *Portugal*. In HOPT, Klaus/VOIGT, Christoph, „Prospekt-und Kapitalmarktinformationshaftung“. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, p. 931. O rigor que deve orientar a informação no mercado dos valores mobiliários não poderá ser posto em causa pelo carácter persuasor da publicidade. Deste modo, parece-nos conveniente que a responsabilidade civil por informações relativas a valores mobiliários se oriente por um regime diferente daquele que rege as mensagens publicitárias. Isto, devido à especificidade dos interesses ligados à informação no Direito dos Valores Mobiliários. Salientando a diversidade da responsabilidade civil por prospecto e a responsabilidade civil por mensagens publicitárias, ponderando o enquadramento desta última, CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Almedina, 2004, pp. 192 a 216.

6- Sobre este assunto, v. *infra*.

7- Veja-se SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs (Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs)*, Net: <http://www.senate.gov/~govt-aff/100702watchdogsreport.pdf>. Defendendo vigorosamente a ideia de que a conduta dos *gatekeepers* terá permitido comportamentos irregulares dos órgãos de administração das sociedades, assumindo-se aquelas condutas como a causa dos descalabros financeiros ocorridos nos EUA, COFFEE, *Understanding Enron: It's about the gatekeepers, stupid*. "Columbia Law & Economics Working Paper" n.º 207. Net: <http://ssrn.com/abstract=325240>. O Autor vem a defender também esta ideia em *Gatekeeper failure and reform. The challenge of fashioning relevant reforms*. "Columbia Law & Economics Working Paper" n.º 237. Net: <http://ssrn.com/abstract=447940>.

no caso *Parmalat*⁸. Os *gatekeepers*⁹ certificam ou examinam a informação relevante para o mercado dos valores mobiliários.

O principal activo dos *gatekeepers* reside na reputação de que gozam no mercado. Ao mesmo tempo, retiram estes profissionais independentes partido substancialmente menor das operações que examinam ou certificam, do que aquele que delas retiram os seus clientes¹⁰, estando assim mais propensos a uma análise objectiva das situações. Inicialmente, foram estas características consideradas suficientes para prevenir a defeituosa realização das tarefas por estes profissionais¹¹. No entanto, descalabros financeiros, assim como a presente crise, vieram a pôr em causa esta convicção¹². Daí que se tenha sentido a necessidade de criar regulamentação das actividades desenvolvidas pelos *gatekeepers*. Esta foi uma das preocupações que levaram à aprovação do SOX, assim

como do *Credit Rating Agency Reform Act*. A nível europeu, a Directiva 2006/43/CE¹³, relativa à revisão legal de contas anuais e consolidadas, e a Directiva 2003/125/CE¹⁴, que versa sobre a apresentação imparcial de recomendações de investimento e divulgação de conflitos de interesses, e o Regulamento N.º 1060/2009, de 16 de Setembro, sobre as agências de notação de risco, são exemplos das tentativas de dar resposta a estas inquietações.

Analisaremos então a regulamentação fornecida pela lei mobiliária portuguesa quanto a este problema, *tendo em vista descobrir a linha de rumo que orientou o legislador nesta tarefa*. Pretendemos, desta forma, explicar as opções tomadas em matéria de responsabilidade civil na sequência de relatórios de auditoria, de recomendações de investimento e de relatórios de notação de risco defeituosos. Verificaremos que não existe um regime jurídico comum regulador

8- FERRARINI/GIUDICI, *Financial scandals and the role of the private enforcement: The Parmalat case*. “ECGI Law Working Paper n.º 40/2005”. Net: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730403.

9- O termo *gatekeeper* não tem um sentido completamente claro e pacífico na doutrina norte-americana. Para KRAAKMAN, num estudo de carácter geral em que avalia a utilidade do uso da responsabilidade do *gatekeeper*, integram-se no conceito as pessoas que podem impedir ou dificultar infracções perpetradas por outrem, retirando-lhes o seu apoio - cfr. KRAAKMANN, *Gatekeepers: The anatomy of a third party Enforcement strategy*. “JLEO” 1986, p. 54. Trata-se, como bem nota COFFEE, de uma definição demasiado lata, levando em última instância a que quem quer que forneça um serviço necessário à prática de um acto seja considerado *gatekeeper* - cfr. COFFEE, *Gatekeeper failure ...cit.*, p. 10.

Segundo COFFEE, que trata o assunto somente no âmbito da informação no mercado de capitais, a delimitação do conceito de *gatekeeper* passa pela noção de *reputational intermediary*, ou seja, pessoas cuja reputação serve de base a uma expectativa de honestidade e de qualidade na realização dos seus serviços - cfr. COFFEE, *Understanding Enron...cit.*, p. 5. O Autor retoma esta ideia em *Gatekeeper failure ...cit.*, pp. 10 e 11. Há, no entanto, que assinalar que nesta obra o Autor faz ressaltar um outro elemento subjacente ao conceito de *gatekeeper*. Este segundo elemento reside no facto de o *gatekeeper* tirar um benefício menor do serviço que presta, permitindo ou facilitando a transacção, do que o que a pessoa directamente interessada retira da realização dessa transacção. São os dois elementos caracterizadores da noção de *gatekeeper* e que convergem no sentido de os *gatekeepers* se apresentarem à partida como pessoas mais inclinadas ao cumprimento da lei - cfr. *Gatekeeper failure ...cit.*, p. 10. Como consequência do papel central que a qualidade de *reputational intermediary* desempenha, considera COFFEE que nem sempre os advogados integrarão a categoria dos *gatekeepers*. Desta forma, chama a atenção para o facto de que os advogados da empresa actuam mais como engenheiros de transacções do que como intermediários que gozam de especial reputação - v. *Understanding Enron...cit.*, p. 5. Serão assim *reputational intermediaries* os auditores, os analistas financeiros, as sociedades de notação do risco, os *investment bankers*, e os advogados que actuem como *reputational intermediaries* - v. *Gatekeeper failure...cit.*, p.12.

FERREIRA GOMES sintetiza a noção de *gatekeepers*, identificando os seguintes elementos essenciais: os *gatekeepers* seriam terceiros independentes, que jogam a sua reputação ao examinarem ou certificarem a informação com a finalidade de dar cumprimento a disposições legais ou a minorar custos de transacção excessivos - cfr. *Auditors as gatekeepers: The European reform of auditors legal regime and the American influence*. “The Columbia Journal of European Law” 2005, p. 668.

10- V. COFFEE, *Gatekeeper failure...cit.*, p. 11. Também FERRARINI/GIUDICI, *Financial scandals...cit.*, pp. 20 e 21.

11- COFFEE, *Gatekeeper failure...cit.*, p. 13, FERRARINI/GIUDICI, *Financial scandals...cit.*, p. 21.

12- COFFEE, *Gatekeeper failure...cit.*, p. 13, FERRARINI/GIUDICI, *Financial scandals...cit.*, p. 21.

13- Esta Directiva altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE e revoga a Directiva 84/253/CEE.

14- Esta Directiva estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE em matéria de recomendações de investimento.

destas actividades. Na verdade, é diversa a severidade da intervenção legislativa, nomeadamente em sede de responsabilidade civil. Tentaremos explicar a razão do diferente tratamento dispensado pelo legislador a estas actividades. Trata-se de uma linha de orientação que não poderá deixar de causar estranheza, tendo em consideração a relevância das informações ou opiniões no funcionamento do mercado dos valores mobiliários.

Depois de analisadas as soluções que resultam do Direito nacional vigente para os problemas da responsabilidade civil decorrente de deficiências de relatórios de auditoria, de recomendações de investimento ou de relatórios de notação de risco, concluiremos sugerindo a orientação que no plano do direito a constituir nos parece mais adequada, tendo em conta, por um lado, *a relevância da responsabilidade civil na prossecução da eficiência do mercado, para cujo alcance é necessário que os investidores decidam de forma esclarecida*, e por outro, *a necessidade, não só de salvaguardar a autonomia das avaliações nos relatórios de auditoria, nas recomendações de investimento ou nos relatórios de notação de risco, mas também de estabelecer os limites dessa responsabilidade.*

1. A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS, EM PARTICULAR NAS ACTIVIDADES DE AUDITORIA, DE RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTO E DE NOTAÇÃO DE RISCO

1.1 A importância da informação no Direito dos Valores Mobiliários

No âmbito do mercado dos valores mobiliários a informação surge como factor essencial. O papel primordial por ela desempenhado é facilmente compreensível se se tiver em conta a posição do investidor no acesso à informação. Com efeito, o investidor não qualificado não terá em regra capacidade para recolher as informações de que necessita para tomar uma opção de investimento esclarecida¹⁵. Isto não apenas na sequência da ausência de poder no acesso à informação, como também pela onerosidade que essa investigação implicaria e que o investidor não estaria em condições de suportar¹⁶. Deste modo, a informação dada aos investidores é um instrumento de redução das assimetrias em torno do conhecimento dos factos relevantes na orientação das opções de investimento¹⁷.

A informação não tem apenas como objectivo

15- V., por todos, HOPT/VOIGT, *Grundsatz und Reformprobleme der Prospekt-Kapitalmarktinformationshaftung*. In HOPT/VOIGT, "Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung". Tübingen, 2005, p. 12.

16- HOPT/VOIGT, *Grundsatz...cit.*, p. 12.

17- Quanto aos sujeitos passivos do dever de informar os investidores, contam-se os emitentes, as entidades reguladoras de mercados, os intermediários financeiros e a própria CMVM. Analisando o papel de cada um destes obrigados à informação perante os investidores, SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 39 a 51.

assegurar a protecção do investidor, mas tem também em vista promover a eficiência do mercado. Na realidade, a informação é essencial para que os mercados funcionem de uma forma eficiente, não só porque permite que os investidores dirijam a aplicação das suas poupanças para as entidades que delas podem tirar o maior rendimento (eficiência alocativa)¹⁸, como ainda porque o acesso à informação fomenta a confiança dos investidores no funcionamento do mercado (eficiência institucional)¹⁹. Quanto ao primeiro aspecto, a informação vai permitir ao investidor avaliar de uma forma esclarecida a relação risco/rendimento²⁰, possibilitando, deste modo, uma regular formação de preços no mercado dos valores mobiliários. Já no que diz respeito à vertente da eficiência institucional, a criação e fomento da confiança trazidos pela informação vão abrir portas a uma maior diversificação dos valores mobiliários oferecidos (maior amplitude do mercado)²¹, assim como à possibilidade de um incremento do número de

investidores e de transacções (maior profundidade do mercado)²².

Por outro lado, a eficiência operacional implica a redução dos custos ligados à realização das transacções. Representando a informação um custo, deverá ficar a cargo de quem a possa fornecer a um custo mais baixo²³. Como vimos, a averiguação dos elementos relevantes numa decisão quanto a um investimento poderá representar avultadas despesas para o investidor. Por via de regra, será a entidade emitente quem pode fornecer a informação a um custo mais reduzido²⁴. Contudo, é necessário ter em conta que se a informação implicar também custos muito elevados para a entidade emitente, que ultrapassem os rendimentos esperados, não será disponibilizado capital para investimento²⁵. Daí que os custos relacionados com a informação também devam ser ponderados no que respeita à determinação da amplitude e do alcance dos deveres de informação.

18- ASSMANN, *Die Prospekthaftung – Zwischen aktien-und kapitalmarktrechtlichen Regelungsaufgaben*. In ABADESSA,/ ROJO, “Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti”. Milano: Giuffrè, 1993, p. 611. Seguindo a classificação tripartida da eficiência no Direito dos Valores Mobiliários exposta por ASSMANN e referida em texto, entre nós, OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. In AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”. Lisboa: Lex, 1997, p. 334.

19- ASSMANN, *Die Prospekthaftung – Zwischen aktien-und kapitalmarktrechtlichen Regelungsaufgaben...cit.*, p. 611.

20- ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US amerikanischem Recht*. Köln, Berlin, Bonn, München. Carl Heymanns, 1985, p. 25.

21- ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung...cit.*, p. 26.

22- ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung...cit.*, p. 26. OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários...cit.*, p. 334.

23- ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung...cit.*, pp. 25 e 26.

24- OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários...cit.*, p. 336.

25- ASSMANN, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung...cit.*, pp. 25 e 26.

Verificamos assim que o interesse no funcionamento eficiente dos mercados dos valores mobiliários não é um mero instrumento ao serviço dos interesses dos investidores, sendo um fim em si mesmo. A tutela dos investidores e a eficiência do mercado representarão duas faces da mesma moeda²⁶. É, no entanto, necessário ter em linha de conta que nem sempre a lei concede ao investidor uma protecção a ele individualmente dirigida, sendo nestes casos a sua protecção um mero reflexo da tutela da eficiência do mercado^{27,28}. Ainda assim, em diversos lugares do CVM, em particular no que respeita à violação das exigências de qualidade de informação, existem preceitos que atribuem aos investidores tutela indemnizatória. Nestas situações não se satisfaz o legislador com o simples reconhecimento ao investidor de uma protecção reflexa de uma tutela dirigida à eficiência do mercado²⁹. Com efeito, a lei atribui ao investidor o direito ao ressarcimento dos danos.

Todavia, mesmo quando o legislador assim procede, é legítimo que nos interroguemos sobre se a indemnização terá como objectivo proteger a formação correcta da vontade individual de contratar do investidor, ou se ela se restringirá ao que é estritamente necessário para garantir uma alocação eficiente dos recursos, assegurando uma correcta formação de preços³⁰. Se for de subscrever esta última interpretação, a tutela indemnizatória do investidor representará um simples reforço da protecção da eficiência do mercado.

Depois de identificados os interesses que subjazem à imposição de deveres de informação, devemos destacar que a disciplina relativa à informação não visa proteger os investidores dos riscos associados ao investimento, mas apenas garantir que o investidor possa tomar uma decisão esclarecida, ao mesmo tempo promovendo, como vimos, a eficiência do mercado³¹.

26- HOPT/VOIGT, *Grundsatz...cit.*, p. 13.

27- OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários...cit.*, p. 335.

28- Repare-se que da regulamentação da informação no Direito dos Valores Mobiliários não decorre a atribuição de direitos à informação, mas a imposição de deveres de informar a cargo de quem a informação é posta, ao contrário do que sucede com o tratamento da informação dos sócios no Código das Sociedades Comerciais, o que se compreende sem dificuldades se tivermos em conta que a informação no Direito dos Valores Mobiliários se dirige ao público, promovendo uma alocação eficiente de recursos e a protecção dos investidores – PINHEIRO TORRES, *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 1998, pp. 147 a 150.

Numa perspectiva de articulação entre a tutela patrimonial no Direito das Sociedades Comerciais e no mercado de capitais, deve-se ter em conta que no âmbito deste último se assiste a uma preocupação com a tutela geral do investimento, e não com uma tutela patrimonial individualizada da participação no quadro da relação do sócio com a sociedade, como sucede no plano do Direito das Sociedades Comerciais – CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, pp. 46 a 49. Sobre a tomada de consciência da necessidade de tutela do investidor na doutrina alemã, SCHWARK, *Prospekthaftung und Kapitalerhaltung*. In SCHMIDT/SCHWARK, „Unternehmen, Recht, Wirtschaftsordnung – Festschrift für Peter Raisch“. Köln: Heymann, 1995, pp. 282 e 283.

29- Cremos que as exposições de motivos de Directivas Comunitárias dirigidas à informação no Direito dos Valores Mobiliários reflectem nitidamente a orientação, ora no sentido de considerar o investidor apenas como objecto de uma protecção reflexa da tutela do mercado, ora no sentido de conceder uma tutela específica ao investidor. Compare-se, assim, o que é previsto nas exposições de motivos das Directivas 2003/6/CE e 2003/71/CE. Na primeira das Directivas mencionadas, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercados (abuso de mercado), figura como objectivo garantir o bom funcionamento do mercado, promovendo a confiança dos investidores – veja-se o ponto 12. Já na segunda Directiva referida, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e que altera a Directiva 2001/34/CE, diz o ponto 10 da exposição de motivos que a regulamentação se orienta no sentido de assegurar, quer a protecção dos investidores, quer a eficiência do mercado. Daí que o legislador comunitário venha a exigir no art. 6º que os Estados-Membros assegurem a sujeição a responsabilidade civil das pessoas que sejam responsáveis pela elaboração do prospecto.

30- Cremos ser aconselhável distinguir neste ponto entre mercado primário e mercado secundário. O mercado primário versa sobre a transacção de valores mobiliários no momento da sua emissão. No mercado secundário transaccionam-se valores mobiliários emitidos em momento anterior. O Código dos Valores Mobiliários, ao contrário do seu antecessor, o Código do Mercado dos Valores Mobiliários, não define mercado primário nem mercado secundário. Tanto no mercado primário como no mercado secundário é necessária uma correcta formação de preços, essencial para uma alocação eficiente de recursos. Um correcto funcionamento do mercado secundário poderá constituir um estímulo para que os investidores subscrevam valores mobiliários no mercado primário. Por outro lado, os emitentes terão interesse no regular funcionamento do mercado secundário na medida em que assegura a adesão às operações realizadas no mercado primário – HOPT/VOIGT, *Grundsatz...cit.*, p. 107.

31- OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito dos Valores Mobiliários...cit.*, pp. 336 e 337, e SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A protecção dos Investidores ...cit.*, pp. 33 a 35.

Vamos, seguidamente, concentrar a nossa atenção sobre a análise de actividades que têm por finalidade apreciar a informação fornecida, as quais se revelam da maior importância para a protecção da eficiência do mercado e para a tutela dos investidores, para de seguida apurar a orientação do legislador quanto a estas actividades.

1.2. Relevância das actividades de auditoria, de recomendação de investimento e de notação de risco no quadro da informação no Direito dos Valores Mobiliários

Os arts. 7º a 12º-E desenham o quadro geral da informação no CVM, destacando-se o art. 7º, no qual está contido o princípio base sobre a qualidade da informação. A informação deve ser verdadeira, actual, clara, objectiva, e lícita, valendo estas exigências qualquer que seja o contexto em que a informação esteja inserida, isto é, mesmo que integre um conselho, uma recomendação, uma mensagem publicitária ou um relatório da notação de risco. Depois de enunciado este princípio geral, a lei orienta as suas preocupações para actividades que poderão influenciar de forma decisiva o sentido das decisões dos investidores. Com efeito, os artigos que se seguem cuidam de actividades que podem determinar as escolhas dos investidores, quer a que se prende com certificação da informação preparada pelos emitentes (auditoria), quer a que se traduz em pareceres sobre a capacidade de cumprimento dos emitentes ou dos valores mobiliários (notação de risco), quer ainda a que se identifica ou com a investigação ou com a informação que contenha uma recomendação ou a sugestão de investimento sobre um

emitente, valor mobiliário ou outro instrumento financeiro, dirigida aos *canais de distribuição ao público* ou, *directamente, ao público* (recomendações de investimento). Estas são actividades desempenhadas por pessoas que, em razão dos conhecimentos com que estão habilitadas, podem ter um papel decisivo na tomada de decisões esclarecidas pelos investidores, sendo deste modo capazes de evitar que estes decidam com base em informações falsas ou pouco claras. Por isso, integram o conjunto de pessoas a que a doutrina norte-americana atribui a designação de *gatekeepers*, noção já analisada na Introdução.

Do que foi escrito no parágrafo anterior, decorre que as normas previstas no capítulo subordinado à epígrafe “informação” abarcam outras realidades que não se identificam com as informações num sentido estrito. Assim, para além das puras comunicações de factos³², as quais não acarretam qualquer juízo, são também incluídas comunicações que compreendem uma avaliação dos factos. Na verdade, tanto a auditoria, como as recomendações de investimento, como ainda a actividade de notação de risco incluem um juízo sobre os factos que são submetidos à sua apreciação. A auditoria envolve uma avaliação da fidedignidade das demonstrações financeiras. A recomendação de investimento também engloba um exame dos factos, compreendendo, além disso, uma orientação de conduta, ou seja, sugere, de forma expressa ou de forma implícita, uma decisão quanto ao investimento em determinado emitente, em determinado valor mobiliário ou em outro instrumento financeiro³³. Na actividade de notação de risco, a avaliação de factos está igualmente

32- Sobre a distinção entre conselhos, recomendações e informações, se detém SINDE MONTEIRO, cuja lição serve de base à análise exposta no texto v. *Responsabilidade por Conselhos; Recomendações ou Informações*. Coimbra: Almedina, 1989, pp. 14 e segs.

33- Sobre a noção de valor mobiliário, v. OLIVEIRA ASCENSÃO, *O novíssimo conceito de valor mobiliário*. AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”. Vol. VI. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, pp. 139 e segs..

presente, pois a sociedade classifica a capacidade dos emitentes para o cumprimento das suas obrigações ou a solvência de um instrumento financeiro. Podemos assim dizer que, apesar de *todas* as actividades referidas comportarem a formulação de juízos sobre factos, apenas as recomendações de investimento são especificamente orientadas no sentido de indicar uma determinada conduta quanto a um investimento³⁴. Tenha-se, no entanto, em consideração que no conceito de recomendação de investimento cabe a formulação, feita de forma directa ou *indirecta*, quer de uma recomendação, quer de uma simples *sugestão*. Mas isto apenas nos casos em que a pessoa que emitiu a recomendação ou a sugestão seja uma das pessoas referidas no art. 12º-A/1. Trata-se então de pessoas que, pela natureza das suas actividades, são consideradas como particularmente vocacionadas para formular recomendações de investimento, o que faz com que, quer as simples sugestões, quer as recomendações e sugestões meramente implícitas, integrem o conceito de recomendação de investimento.

As considerações acabadas de expor comprovam a ideia de que, quer as recomendações de investimento, por um lado, quer a actividade de notação de risco e a de auditoria, por outro, poderão nortear as escolhas dos investidores. As primeiras direccionam-se especificamente no sentido de orientar uma decisão, ao passo que as segundas se traduzem em opiniões sobre aspectos relevantes na tomada de uma resolução de investimento. A importância muitas vezes determinante que é atribuída a estas apreciações pelos investidores repousa, em qualquer destas situações, no saber profissional de quem as emite.

Todas as actividades referidas são objecto de atenção pelo legislador mobiliário, sendo, em maior ou menor medida, previstas normas que têm como preocupação evitar que as opções dos investidores se revelem incorrectas por estes terem sido induzidos em erro por uma auditoria imperfeita ou por uma recomendação de investimento ou por um relatório de notação de risco desajustados. Vamos, de seguida, analisar o quadro destas normas em cada uma das actividades referidas.

2. OS RELATÓRIOS DE AUDITORIA, AS RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO E OS RELATÓRIOS DE NOTAÇÃO DE RISCO

2.1. Os relatórios de auditoria

O art. 8º do CVM impõe a elaboração de relatório, por auditor registado na CMVM, sobre informação prevista no seu número 1. Segundo a redacção introduzida neste preceito pelo DL 52/2006, de 15 de Março, deverá ser objecto de relatório do auditor registado na CMVM a *informação anual* contida em documentos de prestação de contas ou prospectos, que devam ser submetidos à CMVM, ou que devam ser apresentados no contexto de admissão à negociação em mercado regulamentado, ou que digam respeito a fundos de investimento³⁵. Ficou excluída da exigência de relatório por um auditor registado na CMVM, após a revisão efectuada pelo DL 52/2006 ao art. 8º CVM, a informação semestral, que desta forma se juntou à informação trimestral. No entanto, o legislador, no caso de os relatórios (de auditoria ou de revisão limitada) relativos à informação semestral e trimestral não serem realizados, obriga a referir este facto. Se forem efectuados

34- V. SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos...cit.*, p. 17, nota 20.

35- A leitura do art. 8º/1 deve ser complementada com a do art. 1º/2 do Regulamento da CMVM nº 6/2000.

voluntariamente devem ser incluídos (nº 3 do art. 8º CVM).

Se a informação sujeita a certificação obrigatória de auditor registado contiver previsões sobre o andamento dos negócios ou sobre a evolução económica ou evolução financeira da empresa, o auditor dever-se-á pronunciar no seu relatório sobre os seus pressupostos, critérios e coerência (art. 8º/2 CVM). Esta circunstância empresta um elemento caracterizador ao relatório de auditoria em face da certificação legal de contas, a qual se limita a aferir se os documentos de prestação de contas da empresa dão uma imagem fiel da sua situação patrimonial³⁶.

O auditor registado na CMVM assume um papel importantíssimo na criação de confiança dos investidores e no funcionamento do mercado. Daí que esteja submetido ao cumprimento de várias regras destinadas a assegurar a qualidade e a clareza dos relatórios³⁷. Por outro lado, o registo junto da CMVM está dependente do preenchimento de exigentes requisitos³⁸. De entre eles, cumpre-nos destacar os que tem por objectivo garantir a independência do auditor.

Uma das manifestações desta preocupação prende-se com o peso de cada cliente no

volume de negócios da sociedade de revisores oficiais de contas ou nos honorários do revisor oficial de contas³⁹.

Assumem por outro lado particular importância as regras sobre conflitos de interesses. Deste modo, os auditores registados, os revisores contratados e os sócios das sociedades de revisores oficiais de contas estão impedidos de obter benefícios e de assumir a titularidade directa ou indirecta de valores mobiliários de empresas em que prestem serviços de auditoria obrigatória, proibição que também se estende aos cônjuges.

Por outro lado, vigoram igualmente as regras destinadas a proteger a qualidade do trabalho e a assegurar a independência dos revisores oficiais de contas, previstas no Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (doravante EOROC). Assim, quanto ao primeiro aspecto, destaca-se a preocupação em garantir que os revisores oficiais de contas, que não exerçam a sua actividade em regime de exclusividade, abracem um círculo muito amplo de tarefas, susceptível de comprometer a qualidade dos seus serviços (art. 76º). No que respeita ao problema da independência, o legislador estabelece um elenco de incompatibilidades absolutas (art. 77º/1) e relativas (art. 78º).

36- COSTA PINA, *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*. Coimbra: CoImbra Editora, 1999, p. 207. O Autor pronunciava-se em face do revogado Código do Mercado dos Valores Mobiliários. Chamando a atenção para a maior extensão do relatório do auditor em comparação com a certificação legal de contas, FREIRE, *Fusão entre o Relatório do Auditor Externo e a Certificação Legal de Contas*. “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” nº 12 (Dezembro de 2001). Net: http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/C2E1544A-66AE-489B-827E-E7FD1D3EB48F/1980/fusao_relatorio_auditor.pdf, essencialmente, p. 267. Trata-se da resposta da CMVM, ainda na vigência do anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários, à questão de saber se o relatório de auditoria e a certificação legal de contas poderão constar do mesmo documento. Neste artigo foram introduzidas notas de actualização, quer quanto ao Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, quer no que respeita ao CVM, quer ainda quanto à Directriz de Revisão/Auditoria.

Refira-se como resultado da transposição da Directiva 2006/43/CE, de 17 de Maio de 2006 e colocando termo a uma divergência terminológica entre o conceito de auditoria contido no Código de Valores Mobiliários e no Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, veio o art. 41º deste diploma a abranger no conceito de actividade de auditoria a revisão legal de contas, entendida como a revisão imposta pela lei no contexto dos mecanismos de fiscalização das entidades ou empresas em que a lei obriga à designação de um revisor oficial de contas, e a auditoria às contas, compreendendo esta última, não apenas a auditoria decorrente de disposição estatutária ou contratual, mas também a decorrente da lei, aqui cabendo a actividade de auditoria desenvolvida pelo revisor oficial de contas registado na CMVM, no âmbito das obrigações impostas pelo CVM.

37- Previstos no Regulamento da CMVM 6/2000

38- Previstos igualmente no Regulamento referido na nota anterior.

39- Art. 6º/1 al. e) do Regulamento da CMVM 6/2000.

Um problema com enorme importância no contexto da independência dos auditores prende-se com a prestação de serviços que não sejam de revisão de contas às empresas ou entidades a quem o revisor oficial de contas presta serviços de revisão. COFFEE identifica a prestação deste tipo de serviços como uma ameaça à independência dos revisores oficiais de contas, pois considera que tal possibilita um ascendente do cliente sobre o revisor oficial de contas⁴⁰. O art. 78º/1 alínea c) do EOROC estabelece um princípio segundo o qual é vedado o exercício de funções de revisor oficial de contas numa empresa ou entidade na qual o revisor oficial de contas preste serviços remunerados que sejam incompatíveis com a sua independência.

Outro factor importante na salvaguarda da independência dos revisores oficiais de contas é a observância de um período de tempo, antes de decorrido o qual o revisor oficial de contas ou o sócio da sociedade de revisores oficiais de contas, que tenham prestado serviços de revisão legal a uma empresa ou entidade, não podem integrar os órgãos de gestão, de administração ou de gerência dessa empresa ou entidade – o chamado *cooling-off period*⁴¹. Assim, o art. 79º/1 impede o revisor oficial de contas ou o sócio da sociedade de revisores oficiais de contas, que tenham prestado serviços de revisão legal de contas em determinada empresa ou entidade, de participar no órgão de administração nessa mesma empresa ou entidade, sem que tenha decorrido um período mínimo de 3 anos. Terá sido intenção do legislador evitar que o

revisor oficial de contas seja conduzido à realização de um serviço de revisão de contas que não espelhe a imagem real da empresa ou de outra entidade, seduzido pela promessa de um lugar nos órgãos de administração⁴². Por outro lado, o revisor poderia mais facilmente levar a sua antiga sociedade a aceder a participar em futuras fraudes⁴³.

Desta sucinta incursão concluímos que o legislador optou por consagrar um regime orientado à tutela da qualidade dos relatórios de auditoria e da independência dos auditores. Neste contexto, revestem-se de particular importância as normas que *impedem* determinadas situações de conflitos de interesses.

Vamos de seguida estudar o regime traçado para os mesmos problemas no contexto das recomendações de investimento e dos relatórios de notação de risco.

2.2. Recomendações de investimento

De grande importância se mostram também as recomendações de investimento. Na verdade, sendo elas valiosas para a orientação das decisões dos investidores, desenvolvem um papel fundamental na eficiência do mercado dos valores mobiliários. No entanto, devemos reconhecer que existem importantes ameaças que podem pôr em causa não só a independência das pessoas que elaboram essas recomendações, como também a qualidade dos juízos nelas formulados.

40- *Understanding Enron...cit.*, pp. 14 a 16.

41- FERREIRA GOMES, *Auditors as gatekeepers...cit.*, p. 682.

42- FERREIRA GOMES, *Auditors as gatekeepers...cit.*, p. 682.

43- FERREIRA GOMES, *Auditors as gatekeepers...cit.*, p. 682.

Com efeito, quanto ao primeiro aspecto, a CMVM, num estudo de 2001 sobre analistas financeiros, identifica factores internos e factores externos susceptíveis de comprometerem a independência das pessoas que elaboram recomendações de investimento⁴⁴. Os primeiros prendem-se com as relações porventura existentes entre o analista financeiro e o emitente sobre o qual incide a recomendação de investimento (por exemplo, se o primeiro tem uma participação no segundo) e os segundos com possíveis relações entre a entidade empregadora do analista financeiro e o emitente. De facto, muitas vezes os analistas financeiros desenvolvem as suas actividades no seio de bancos de investimento ou corretoras com interesse nas operações sobre as quais o analista faz incidir as recomendações de investimento⁴⁵.

Quanto ao segundo aspecto, que directamente se relaciona com a qualidade das recomendações de investimento, os problemas advêm, por um lado, da informação fornecida pelos emitentes⁴⁶ e, por outro, das metodologias de análise utilizadas, que permitem, com pequenas variações nos pressupostos em que se baseiam, obter resultados muito diversos⁴⁷.

A consciência destes problemas deu origem a reacções legislativas. A primeira destas reacções ocorreu em 2006, através da introdução dos arts. 12º-A a 12º-E do CVM. Em 2007, foi consagrado o art. 309º-D do CVM, que versa sobre conflitos de interesses em sede de recomendações de investimento. Note-se que esta norma obriga apenas os intermediários financeiros ou pessoas que para eles trabalhem. Finalmente, o Regulamento da CMVM N.º 2/2007 contempla também a matéria das recomendações de investimento.

No contexto da transposição da Directiva 2003/125/CE da Comissão⁴⁸, foram introduzidos os arts. 12º-A a 12º-E do CVM, que prevêem regras sobre as recomendações de investimento. O regime jurídico delineado pelo legislador aponta no sentido da divulgação de circunstâncias que poderão ser relevantes para que o público possa formar opinião sobre a qualidade e a imparcialidade das recomendações de investimento divulgadas.

A qualificação como recomendação de investimento tem relevância para a aplicação do regime jurídico constante dos artigos seguintes.

44- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Estudo da CMVM sobre analistas financeiros e recomendações de investimento*. Net: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/D461525B-2E0E-4776-9DF8-A42A2D1216E9.htm>.

45- Para maiores desenvolvimentos, pode consultar-se o estudo referido.

46- Aqui, inclui o estudo da CMVM, quer o facto de as empresas emitentes ocultarem informações relevantes, quer a circunstância de a informação relevante ser divulgada apenas a determinados analistas financeiros. Estes problemas, para além de poderem comprometer a qualidade da recomendação de investimento (e até, em certa medida, a independência dos analistas, no caso de a informação ser dirigida apenas a determinados analistas), relacionam-se com a informação privilegiada, que é tratada no CVM nos arts. 248º e segs. (dever de a entidade emitente divulgar a informação privilegiada) e no art. 378º (crime de abuso de informação privilegiada ou *insider trading*).

47- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Estudo...cit.*

48- Directiva que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses.

Este regime visa permitir que o público julgue a credibilidade das recomendações de investimento. Avulta nas noções de recomendação de investimento contidas nos dois números do art. 12º-A do CVM um traço essencial da actividade que a lei tem em vista contemplar nos arts. 12º-A a 12º-E do CVM – a circunstância de se tratar de juízos sobre decisões de investimento ou desinvestimento dirigidas directamente ao público ou a qualquer canal de divulgação ao público. Estão aqui compreendidas as recomendações dirigidas a uma generalidade de pessoas. Assim, está fora do raio de acção destes artigos a consultoria prestada em base individual⁴⁹. A consultoria prestada em base individual vem prevista no art. 294º do CVM e pressupõe uma relação de clientela⁵⁰ em face da pessoa a quem a recomendação é dirigida.

A via escolhida pelo legislador nos arts- 12º-A e segs. para evitar que o público seja induzido em erro por recomendações de investimento infundadas orienta-se no sentido de prover o público investidor dos elementos de informação necessários à formação de um juízo acerca da

qualidade da recomendação de investimento. Na realidade, o legislador determina a obrigação de divulgação, de forma clara e objectiva, das circunstâncias relevantes para um juízo por parte do público sobre a qualidade das recomendações de investimento difundidas. O caminho escolhido transparece, não só nas exigências impostas no que respeita ao conteúdo das recomendações de investimento, como também na forma como a lei encara os conflitos de interesses.

Quanto ao conteúdo das recomendações de investimento, nos arts. 12º-A e segs. do CVM, o legislador absteve-se de consagrar um dever geral de diligência a cargo do responsável pela recomendação de investimento. Somente obrigou as pessoas que formulam uma recomendação de investimento a darem a conhecer ao público, de forma clara e objectiva, os elementos necessários à *avaliação da imparcialidade e da qualidade* da recomendação de investimento proposta⁵¹. Não estabelece o legislador no CVM qualquer dever geral de diligência e de cuidado na formulação de recomendações de

49- V., a este propósito, o ponto 3 da exposição dos motivos da Directiva 2003/125/CE. O que aqui releva é a finalidade com que é formulada a recomendação. Se for destinada a um círculo indeterminado de pessoas (*unbestimmter Personenkreis* – §34 b/1 do *Wertpapierhandelsgesetz* alemã (WpHG) teremos recomendação de investimento. Caberão aqui as recomendações dirigidas a todos os clientes de um banco de grande dimensão, assim como estarão compreendidos os casos em que o analista financeiro formula uma *Newsletter* – v. KOLLER., In ASSMANN/SCHNEIDER, Uwe H., *Wertpapierhandelsgesetz*. 4 Auflage. Verlag Dr. Otto Schmidt, 2006., anotação 10 ao § 34 b WpHG. Repare-se que o § 34 WpHG considera análise financeira numa acepção lata, no sentido de que não é necessário o desenvolvimento de trabalhos de investigação, podendo consistir em qualquer comunicação sobre a apreciação do valor actual ou futuro de um instrumento financeiro – v. KOLLER, *Wertpapierhandelsgesetz ...cit.z.*, anotação 7 ao §34 b WpHG, desde que emitida por uma pessoa no exercício da sua actividade. Note-se que o art. 12º-A/1 CVM separa claramente os relatórios de análise financeira da restante informação dada pelas pessoas aí referidas, embora os submeta ao mesmo regime jurídico. Talvez para claramente sujeitar todas as recomendações de investimento às regras por ele previstas, o Regulamento CMVM 3/2010 optou por um conceito lato de análise financeira, referindo, que para os efeitos aí previstos, este conceito se estende a qualquer recomendação de investimento prevista em qualquer dos dois números do art. 12º-A (art. 35º Regulamento CMVM 2/2007).

O conceito de actividade de *research* foi definido, para efeitos de aplicação das recomendações da CMVM sobre relatórios de análise financeira, nos seguintes termos: "...a actividade de pesquisa e análise de determinado emitente ou valores mobiliários com vista à elaboração de um relatório onde se formula uma opinião sobre o emitente e os valores analisados; uma previsão quanto ao respectivo desempenho ou evolução; ou uma recomendação genérica de investimento ou desinvestimento em valores mobiliários" – COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Recomendações da CMVM sobre os relatórios de análise financeira (research)*. Net: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/2F9513B7-088F-4A79-ACCC-5891D864D532.htm>

Recorde-se, que a noção de análise financeira do § 34b/1 WpHG se restringe aos casos em que é dirigida a um círculo indeterminado de pessoas. Assim, já não entrarão no conceito de análise financeira as informações que sejam apresentadas por empresas prestadoras de serviços de investimento em valores mobiliários e impliquem uma recomendação de investimento, quando tenham destinatário determinado.

50- SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *Aspectos jurídicos da actividade e dos relatórios de análise financeira (research)*. "Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários" nº 14 (Agosto 2002), p. 102, e também LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em valores mobiliários*. In AAVV, "Direito dos Valores Mobiliários", vol. V. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 365.

51- A diversidade de extensão das obrigações que incidem sobre o conteúdo da recomendação de investimento explica-se pela maior confiança que as pessoas referidas no art. 12º-A/1 CVM suscitam junto do público, dada a sua vocação natural para a formulação de recomendações de investimento.

investimento⁵². Consciente da ausência de normas que imponham requisitos sobre a qualidade, a idoneidade, de conduta e de qualificação profissional, o Regulamento da CMVM N.º 3/2010, que alterou o Regulamento N.º 2/2007, veio a consagrar gerais deveres de diligência, de integridade e de transparência na conduta das pessoas que emitem recomendações de investimento, o que nos parece assinalar uma viragem nesta matéria.

No que respeita aos conflitos de interesses, o art. 12º-C do CVM foi no sentido, não de impedir a existência de conflitos de interesses, antes optando pela obrigação de divulgação junto do público para que este possa formar opinião acerca da fidedignidade da recomendação de investimento. Isto, note-se, ao contrário do que se passa com os auditores nos termos do art. 11º do Regulamento da CMVM N.º 6/2000 nas situações nele previstas e nos arts. 75º e segs. do EOROC⁵³. Neste aspecto, o recente Regulamento da CMVM N.º 3/2010 não avançou no sentido da proibição de conflitos de interesses optando antes pela obrigação de os analistas elaborarem políticas e procedimentos, designadamente sobre o modo de gestão de conflitos de interesses, caso não adiram a códigos de conduta da ordem profissional. Deve-se, contudo, salientar que não se deixou de aí consagrar um dever geral de independência e imparcialidade.

A via seguida pelo art. 309º-D do CVM é diversa. No entanto, o art. 309º-D do CVM apresenta um âmbito de aplicação mais restrito, não abrangendo toda e qualquer recomendação de investimento prevista no art. 12º-A do CVM. Na realidade, o raio de acção da norma compreende apenas as recomendações de investimento provenientes de intermediários financeiros. Quanto ao caminho escolhido, a análise do art. 309º-D do CVM leva-nos a concluir que não se satisfaz com a mera obrigação de divulgação dos conflitos de interesses, mas vai mais longe, proibindo determinadas situações de conflitos de interesses⁵⁴.

O que acabámos de referir parece deixar antever uma alteração na linha de rumo inicialmente seguida pelo legislador. Na verdade, à preocupação de divulgação das circunstâncias que permitam ao público avaliar a credibilidade das recomendações de investimento, junta-se a proibição de determinado tipo de conflitos de interesses (embora só no âmbito das recomendações de investimento provenientes de intermediários financeiros ou de pessoas que para eles trabalhem) e a consagração de deveres genéricos de imparcialidade, independência, diligência, integridade e transparência, na actuação dos que emitem recomendações de investimento.

52- É certo que o art. 12º-B/1 alínea c) impõe à pessoa que formula uma recomendação de investimento que assegure a fidedignidade das fontes, excepto se referir expressamente a dúvida. Esta disposição está, aliás, em sintonia com o art. 7º no seu número 2, onde se pode ler que as exigências previstas no número anterior de que a informação seja completa, verdadeira, clara, actual, objectiva e lícita, também valem quando a informação integre uma recomendação de investimento. Trata-se, no entanto, de impor à pessoa que emite a recomendação de investimento *somente* um dever de assegurar a fidedignidade do *circunstancialismo factual* em que a recomendação se baseia, e *não de genericamente impor deveres de cuidado ou de conhecimento na formação do juízo que fundamenta a recomendação*. Acresce que a lei abre a possibilidade de a recomendação de investimento assentar em factos de cuja fidedignidade o seu autor duvide, contanto que dê a conhecer ao público esta circunstância.

53- A questão de saber se as normas que impõem a divulgação de conflitos de interesses deverão ser acompanhadas de outras normas que proibam determinadas situações de conflitos de interesses é levantada por FLEISCHER. Deverá ser de considerar a hipótese de não permitir aos analistas a negociação em valores mobiliários que sejam objecto da sua apreciação – v. FLEISCHER, *Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Forderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?* “Gutachten F. für 64. Deutschen Juristentag”. München: C.H.Beck, 2002, F. 130.

54- V. a este propósito, GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *Recomendações de investimentos em valores mobiliários e conflitos de interesses*.” Direito do Valores Mobiliários”. Vol. VIII. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p.353.

2.3. Notação de risco

Consideremos então a actividade de notação de risco desenvolvida pelas chamadas agências ou sociedades de notação de risco⁵⁵. A actividade de notação de risco consiste na avaliação da capacidade de cumprimento de uma empresa, de um Estado ou de instrumentos financeiros, traduzindo-se o resultado desse trabalho numa classificação. Esta análise tem importantes reflexos na determinação das taxas de juro relativas aos instrumentos financeiros emitidos.

Não pode pois ser ignorada a preocupação em assegurar a qualidade e imparcialidade⁵⁶ dos relatórios de notação de risco. Estes relatórios envolvem uma classificação da solvência das sociedades ou de um determinado instrumento financeiro, juízo que poderá influenciar as opções dos investidores. A importância dos relatórios de notação de risco é bem ilustrada pelo facto de em certos casos a lei exigir a apresentação de relatório elaborado por uma sociedade de notação de risco registada na CMVM.

Apesar da relevância dos relatórios de notação de risco nas opções dos investidores, não existia uma resposta legislativa comunitária aos problemas associados às sociedades de notação

de risco⁵⁷. As regras de conduta eram elaboradas pelas próprias sociedades de notação de risco. Era assim deixado um amplo espaço à auto-regulamentação, pois as normas da *International Organization of Securities Comissions* (IOSCO) não se apresentam juridicamente vinculantes, antes adoptando o princípio *comply or explain*.

Perante a crise financeira e tendo consciência do papel das sociedades de notação de risco, surgiu o Regulamento (CE) N.º 1060/2009 do Parlamento e do Conselho. Na verdade, estão aí previstas regras sobre conflitos de interesses, sendo de destacar que as agências de notação de risco não deverão emitir notações em determinadas situações identificadas no Regulamento ou, tratando-se de notações existentes, devem divulgar que estas se encontram parcialmente comprometidas. Trata-se de hipóteses em que existe uma forte ligação entre, por um lado, a agência de notação de risco ou o analista que participou na preparação da notação ou a pessoa responsável pela sua aprovação ou o empregado, e, por outro, a entidade objecto de notação ou terceiros com ela relacionados. O Regulamento ficou aquém da Proposta, na medida em que esta, neste âmbito, impunha expressamente a obrigação de não emitir a notação ou de retirar as notações já existentes.

55- Confrontamo-nos habitualmente com a designação de agências de notação do risco (*credit rating agencies*), mas o legislador português optou por designá-las como sociedades de notação de risco. A expressão agências de notação de risco já foi objecto de crítica por poder sugerir uma natureza diversa em face das restantes sociedades comerciais –v. KRUIHOF/WYMEERSCH, *Regulation and liability of credit rating agencies under Belgian Law*. “Financial Law Institute Working Paper Séries – Worling Paper 2006-05”. Net: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894820, p. 1, nota 4.A expressão agências de notação de risco é usada na legislação comunitária.

56- As palavras do senador LIBERMAN são demonstrativas da importância da actividade de notação de risco: “*The ratings they give affect a company's ability to borrow money. It affects whether a pension fund, for instance, or a money market fund can invest in a company's bonds, and it affects stock price. So the difference between a good rating and a poor rating can be the difference literally between success and failure, or more intensively stated, prosperity and poverty*”LIBERMAN, Declaração de abertura da audição subordinada ao tema *Rating the raters : Enron and the credit rating agencies* (hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, second session, March 20, 2002). Net: <http://purl.access.gpo.gov/GPO/LPS2278988>

57- Nos EUA, a regulamentação da actividade de notação de risco deu-se através do *Credit Rating Agency Reform Act* de Setembro de 2006 que veio a submeter as *Nationally Recognized Statistical Credit Rating Organizations* a um sistema de registo junto da *Securities Exchange Commission* (SEC), ao mesmo tempo que veio a permitir a sua supervisão.

Noutras situações, o Regulamento pretende obrigar a agência a evitar a subsistência de conflitos de interesses ou, não sendo isso possível, a geri-los adequadamente, devendo, ao mesmo tempo, dá-los a conhecer ao público. O texto comunitário prescreve igualmente a adopção de políticas e procedimentos internos quanto aos empregados ou pessoas que colaborem com a agência na notação no que respeita a eventuais conflitos de interesses.

Outra questão essencial contemplada no Regulamento prende-se com a qualidade das notações. Aí se requer a divulgação das metodologias, dos modelos e pressupostos usados no processo de notação. Uma preocupação que marca o articulado é a preocupação com a transparência. Ao mesmo tempo que impõe que a agência responsável pela notação assegure a qualidade da informação relevante, assim como a utilização de metodologias adequadas e rigorosas, devendo revê-las, de forma permanente e pelo menos uma vez por ano. À obrigação de revisão nestes termos estão também sujeitas as notações.

Finalmente, as agências de notação de risco ficam obrigadas a registo prévio e sujeitas a supervisão pela entidade nacional competente. Assinale-se que em Portugal as sociedades de notação já estavam sujeitas a registo junto da CMVM⁵⁸ e à sua supervisão.

Note-se – e esta é uma ideia de primordial relevo para a compreensão da matéria – que a supervisão não envolve qualquer interferência no conteúdo das notações, bem como nas metodologias utilizadas. Este pensamento igualmente comprova que a regulação e a supervisão não constituem necessariamente obstáculos à autonomia de formulação de juízos emitidos pelas sociedades de notação de risco.

Depois desta sucinta exposição sobre a forma como a lei procura assegurar a qualidade do trabalho realizado pelos auditores, por pessoas que emitem recomendações de investimento e por sociedades de notação de risco, bem como a sua independência, concentremo-nos sobre o tratamento da responsabilidade civil. As normas que temos vindo a estudar assumem um papel preventivo, tentando evitar a divulgação de apreciações que prejudiquem os investidores e ponham em causa a eficiência do mercado. No entanto, como começámos por salientar, a supervisão da CMVM não incide sobre o mérito dos estudos divulgados. Daí a importância da responsabilidade civil, que deve acompanhar a evolução das normas sobre a independência dos *gatekeepers* e a qualidade do seu trabalho.

3. RESPONSABILIDADE CIVIL PERANTE OS INVESTIDORES DECORRENTE DA DEFICIENTE REALIZAÇÃO DE RELATÓRIOS DE AUDITORIA, RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO E RELATÓRIOS DE NOTAÇÃO DE RISCO

3.1. Fundamentos da responsabilidade civil perante os investidores por relatórios de auditoria, recomendações de investimentos e relatórios de notação de risco em geral

3.1.1. Responsabilidade civil por relatórios de auditoria

Não existe uma norma que genericamente responsabilize os revisores oficiais de contas pelas deficiências da revisão de contas perante quem não é parte no contrato, nem essa responsabilidade decorre das regras gerais sobre responsabilidade civil delitual. Apesar de o art. 485º do Código Civil português (doravante CC) não obstar a que se considerem, em matéria de responsabilidade por informações, conselhos e

58- Art. 12º CVM e Regulamento CMVM 7/2000.

recomendações, os contributos trazidos por outras normas ou pelos desenvolvimentos *praeter legem* do direito, a verdade é que o art. 483ºCC toma uma posição em princípio protectora da liberdade de acção, ao consagrar o princípio da não ressarcibilidade dos danos derivados da lesão de puros interesses patrimoniais em sede delitual, isto é danos que não resultem da violação de direitos absolutos, como é caso dos danos derivados das deficiências da revisão de contas. A falta de evidência social leva o legislador a optar pelo princípio da não ressarcibilidade dos danos associados à lesão de puros interesses patrimoniais.

No entanto, esta posição de princípio não impede o legislador de atender aos interesses específicos de determinados sectores do ordenamento jurídico, estabelecendo normas especiais em que faz prevalecer a tutela dos interesses patrimoniais prejudicados em detrimento da liberdade de acção que o legislador quis proteger ao escolher uma posição de princípio contrária à ressarcibilidade dos danos resultantes da lesão de puros interesses patrimoniais. Desta forma, o art. 10º do CVM, considerando a importância da informação na protecção dos investidores e na eficiência do mercado, estabelece a responsabilidade solidária e ilimitada dos revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham assinado o relatório ou parecer, das sociedades de revisores de contas, desde que os documentos tenham sido assinados por um dos seus sócios, não só perante a sociedade auditada, mas também perante terceiros. Tendo em conta o elemento teleológico na interpretação da lei, pensamos que os terceiros que a lei pretende proteger, serão os que se movimentam no

mercado de valores mobiliários, em particular os investidores. Por conseguinte, a palavra “terceiros” no art. 10º deverá merecer uma interpretação restritiva. Deste modo, o art. 10º do CVM não poderá servir de fundamento à responsabilidade dos revisores oficiais de contas perante todo e qualquer terceiro. Para além disso, o art. 10º do CVM não abrange a revisão/certificação legal de contas, somente incluindo no seu raio de acção os relatórios de auditoria. Isto ao contrário do que sucede no âmbito do art. 82º do Código das Sociedades Comerciais que, no entanto, não compreende os investidores no seu âmbito de protecção.

Estando preenchidos os respectivos pressupostos, poder-se-á convocar a *culpa in contrahendo* ou a responsabilidade pela confiança⁵⁹.

3.1.2. Responsabilidade civil por recomendações de investimento

Quanto às recomendações de investimento, não existe uma norma semelhante ao art. 10º do CVM que expressamente responsabilize os seus autores perante os investidores. Repare-se que no âmbito das recomendações de investimento emitidas por intermediários financeiros ou por pessoas que para eles trabalhem, poderá colocar-se a hipótese de a responsabilidade por recomendações de investimento resultar do art. 304º-A do CVM⁶⁰. Ainda que se considere exacto este enquadramento, fora do âmbito de aplicação deste artigo, bem como dos arts. 149º e segs, (recomendações de investimento que integrem prospectos ou mensagens publicitárias sobre ofertas públicas⁶¹), temos que recorrer às normas gerais sobre responsabilidade civil.

59- V.infra

60- Em sentido afirmativo, GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *Recomendações de Investimento...cit.*, p. 355.

61- V. infra

Como já referimos, o Código Civil toma uma posição de princípio contrária à ressarcibilidade dos danos resultantes da lesão de puros interesses patrimoniais em sede delitual. Deste modo, devemos averiguar se tal responsabilidade se poderá enquadrar no conjunto de situações em que a ordem jurídica permite a indemnização de prejuízos advenientes da lesão de interesses puramente patrimoniais no âmbito da responsabilidade delitual.

Assim, cumpre desde logo averiguar se os arts. 12º-A e segs. do CVM constituirão normas de protecção, nos termos do art. 483º/1, 2ª parte, para a protecção dos investidores perante recomendações de investimento deficientes. Como vimos, os arts. 12ºA e segs. do CVM estabelecem deveres de divulgação de factos relevantes na avaliação da qualidade e da imparcialidade das recomendações de investimento. Não têm, pois, por objectivo impor normas de conduta na preparação das recomendações de investimento.

Se bem que o art. 12º-B/1 al. c) do CVM obrigue o autor da recomendação de investimento a assegurar a fidedignidade das fontes, trata-se de uma preocupação em garantir, perante o público investidor, a qualidade da informação acerca do circunstancialismo factual em que a recomendação se baseia. Ainda assim, admite a lei a hipótese de a recomendação se basear em fontes de cuja fidedignidade o autor da recomendação duvide, desde que este dê a conhecer esse facto

ao público investidor. Não se trata pois de consagrar um genérico dever de diligência na preparação das recomendações de investimento.

Acresce que, tendo os arts. 12º-A e segs. sido introduzidos no ordenamento jurídico nacional no contexto da transposição da Directiva 2003/125/CE, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE relativa à informação privilegiada e abuso do mercado, não terá em vista a protecção dos investidores, mas unicamente do bom funcionamento do mercado⁶².

Estas circunstâncias impedem o reconhecimento da natureza de normas de protecção aos art. 12º_A e segs. para tutela dos investidores perante recomendações de risco defeituosas.

Recentemente, foi consagrado em Regulamento da CMVM um dever genérico de diligência na preparação de recomendações de investimento no art. 36º-A do Regulamento N.º 2/2007 do CVM (por remissão para o art. 10º-A/3), em termos semelhantes aos previstos no § 34b/1 do WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz* alemã). A doutrina tedesca discute se este parágrafo poderá configurar uma norma de protecção.

Cremos que, em face da ordem jurídica portuguesa, não constituirá obstáculo ao reconhecimento do dever genérico de diligência como norma de protecção de puros interesses

62- KOLLER considera ser duvidoso o reconhecimento da natureza de norma de protecção ao § 34b/ 1 da WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz* alemã,) que estabelece genéricos deveres de diligência e de cuidado na preparação das recomendações de investimento. O Autor invoca precisamente o facto de a Directiva no contexto da qual o §34b/1 foi consagrado ter em vista a protecção do mercado e não do investidor. *Wertpapierhandesgesetz...* cit., anotação 129 ao § 34b WpHG.

patrimoniais o facto de estarmos perante uma cláusula geral⁶³, assim como também não representará óbice a circunstância de ter sido consagrado por um regulamento e não por uma lei em sentido formal⁶⁴. Ponto é que a protecção dos interesses puramente patrimoniais dos investidores caiba na finalidade de protecção da norma. A sua redacção parece apontar uma resposta afirmativa. Assim, estaremos perante um fundamento de responsabilidade dos autores de recomendações de investimento com culpa leve em sede de responsabilidade delitual⁶⁵.

Fora da área da responsabilidade delitual, o recurso à *culpa in contrahendo* não parece ser a solução mais adequada, dado que as recomendações de investimento são dirigidas ao público investidor, nelas estando ausente uma relação especial entre o autor da recomendação⁶⁶ e os seus destinatários. Já a responsabilidade baseada na confiança poderá dispensar a existência de uma relação especial⁶⁷ em contextos em que a necessidade de protecção das expectativas é mais intensa, podendo estender-se a hipóteses em que os destinatários são indeterminados do

63- Em face do princípio da não ressarcibilidade dos danos resultantes da lesão de puros interesses patrimoniais em sede delitual, poder-se-ia considerar que o reconhecimento da natureza de normas de protecção a cláusulas gerais tuteladoras de interesses puramente patrimoniais seria contrário a esse princípio. Neste sentido, defende Canaris a restrição da natureza de normas de protecção às leis penais onde os interesses puramente patrimoniais não estejam inequivocamente incluídos no fim de protecção da norma, - v. *Schutzgesetze- Verkehrspflichten- Schutzpflichten*. In CANARIS/DIDERICHSEN, “Festschrift für Karl Larenz zum 80 Geburtstag”. München: Beck, 1983, pp. 48 e 49. As normas penais, assinala o Autor, apresentariam um grau de ilicitude semelhante ao do § 826 BGB. Por outro lado, aponta CANARIS que a circunstância de as normas penais se caracterizarem por uma elevada precisão favoreceria a certeza e segurança jurídicas. Aceitando a posição de CANARIS, SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos...cit.*, p.254 a 257.

Contudo, ADELAIDE MENEZES LEITÃO, invocando a autonomia das responsabilidades civil e penal, defende que o reconhecimento da natureza de norma de protecção de puros interesses económicos não se deve restringir às normas penais - *Normas de Protecção e Danos Puramente Patrimoniais*. Coimbra: Almedina, 2009, pp. 189 e 190. Efectivamente, a opção fundamental do legislador não parece ser necessariamente abalada pelo facto de se reconhecer a natureza de normas de protecção de interesses puramente patrimoniais a cláusulas gerais. Neste sentido, ~CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança...cit.*, pp. 248 e 249, nota 222. ADELAIDE MENEZES LEITÃO reconhece a natureza de norma de protecção à cláusula geral concorrência desleal - v. *Estudo de Direito Privado sobre a Cláusula Geral de Concorrência Desleal*. Coimbra: Almedina, 2000, pp. 153 e segs, especialmente, p. 159. A possibilidade de recurso a cláusulas gerais para protecção de puros interesses económicos, nota ADELAIDE MENEZES LEITÃO, seria atestada pela circunstância de o art. 334ºCC ser visto como a terceira modalidade de ilicitude v- *Estudo...cit.*, p. 159.

64- A doutrina portuguesa tem admitido a ideia de que, para que uma norma seja havida como norma de protecção, bastará que configure uma lei em sentido material, aqui cabendo os regulamentos, desde que emanados pela autoridade competente - v. CARNEIRO DA FRADA, *Uma Terceira Via” no Direito da Responsabilidade Civil?* Coimbra: Almedina, 1997, p. 41 e SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos...cit.*, pp. 246 e segs. No entanto, ADELAIDE MENEZES LEITÃO sustenta que em determinados sectores vigora uma reserva de lei formal, pois na maioria dos casos as normas de protecção restringem a liberdade - v. *Normas de Protecção...cit.*, p. 756.

Quando não sejam aprovados por diploma legislativo, as disposições constantes de códigos de conduta não deverão ser consideradas normas de protecção - v. neste sentido, CARNEIRO DA FRADA, *Uma Terceira Via”...cit.*, p. 41 e SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos...cit.*, p. 248, nota 228.

65- Pensamos que o recurso à 3ª modalidade de ilicitude (art. 334ºCC) não seria adequado, uma vez que a elaboração de recomendações manifesta uma liberdade geral de agir, não se traduzindo no exercício de uma posição jurídica especificamente permitida. Isto não significa, porém, que o respeito pelo mínimo etico-jurídico não se imponha fora deste contexto, podendo aqui valer “...uma proibição genérica de condutas contrárias aos bons costumes” - v. CARNEIRO DA FRADA, *Uma Terceira Via...cit.*, p. 63. Contudo, pensamos que aí apenas caberiam condutas graves, somente cobrindo os casos de dolo ou culpa grave - v. CARNEIRO DA FRADA, *Uma Terceira Via”...cit.*, p. 55, SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos...cit.*, p. 181. CARNEIRO DA FRADA analisa o conceito de bons costumes no âmbito do art. 334º CC, mas considera tal análise, pelo menos em medida significativa, extensível ao preenchimento da noção de bons costumes no contexto da proibição genérica de actuação a eles contrária -v. *Uma Terceira Via”...cit.*, pp. 55 a 61 e p. 63 e *Teoria da Confiança...cit.*, p. 168, nota 121.

66- No sentido de considerar inadequada a recondução à *culpa in contrahendo* perante o Direito alemão, FLEISCHER, *Empfiehl...cit.*, F 131.

67- CARNEIRO DA FRADA autonomiza a responsabilidade fundada na protecção de expectativas da responsabilidade da *culpa in contrahendo*. Esta última, ao contrário daquela, resulta, não da frustração de expectativas, mas antes da violação de deveres de comportamento - *Teoria da Confiança...cit.*, especialmente pp. 522 e segs..

ponto de vista do autor da informação⁶⁸, desde que o autor da informação tenha intenção de condicionar ou influenciar condutas alheias⁶⁹.

Em face da aceitação da natureza de norma de protecção do genérico dever de diligência consagrado no regulamento da CMVM, parece-nos que a responsabilidade pela confiança já não chocará com uma opção pela liberdade de acção neste domínio que anteriormente parecia existir.

3.1.3. Responsabilidade civil por relatórios de notação de risco

Quanto às sociedades de notação de risco, também não existe uma norma idêntica à prevista no art. 10º do CVM que responsabilize de forma expressa os autores de relatórios de notação de risco perante os terceiros que se movimentem no mercado de valores mobiliários. O Regulamento (CE) N.º 1060/2009, no considerando 69, considera serem aplicáveis às infracções das disposições do Regulamento as regras sobre responsabilidade civil de cada Estado-Membro. Assim, somos levados a recorrer também aqui às regras gerais sobre responsabilidade civil. Como também já referimos, o Direito português toma uma posição de princípio contrária à indemnização dos interesses puramente patrimoniais no âmbito da responsabilidade civil delitual. Contudo, o ordenamento jurídico, mesmo no âmbito da responsabilidade delitual,

deixa algum espaço ao ressarcimento dos danos resultantes da lesão de puros interesses patrimoniais. Ora, o referido considerando 69, em conjugação com o objectivo reiterado no Regulamento da protecção dos investidores e dos consumidores, parece apontar para a natureza de normas de protecção das disposições constantes do Regulamento⁷⁰. Assim, parece-nos abrir-se a possibilidade de as sociedades de notação de risco serem responsabilizadas por culpa leve em sede de responsabilidade delitual.

Quanto à *culpa in contrahendo* e à responsabilidade pela frustração de expectativas, serão aplicáveis se estiverem presentes os respectivos pressupostos⁷¹.

Não constitui impedimento à responsabilidade civil por relatórios de notação de risco deficientes, ao contrário do que muitas vezes é sustentado pelas sociedades de notação de risco, a liberdade de expressão. Com a finalidade de contestar a regulação das suas actividades ou a subordinação a responsabilidade civil, argumentam estas sociedades nos EUA com a circunstância de emitirem opiniões protegidas pela liberdade de expressão ou pela liberdade de imprensa. Em face da Constituição da República Portuguesa, não cremos que esta tese se possa aceitar uma vez que estas liberdades se devem harmonizar com outros bens constitucionalmente protegidos, como são a protecção dos investidores e a

68- Exemplificando com o caso da responsabilidade por prospecto, CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança...cit.*, p. 743, nota 818.

69- CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança...cit.*, p-744.

Os pressupostos da sua aplicação articular-se-iam num sistema móvel – v., em Portugal, CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança...cit.*, p. 586 e nota 618, e MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*. Parte Geral. Tomo I. 3ª edição. Coimbra: Almedina, 2005, pp. 411 a 415. Os pressupostos apontados pela doutrina e pela jurisprudência para o surgimento de responsabilidade pela confiança residem na criação de uma situação de confiança, uma atitude de confiança com base na situação de confiança criada, a justificação da confiança, um investimento de confiança. e a imputação da situação de confiança a outrem. CARNEIRO DA FRADA entende que a circunstância de estarmos na presença de um sistema móvel não dispensa, por via de regra, a verificação de um dos pressupostos, devendo a mobilidade traduzir-se essencialmente ao nível da intensidade dos referidos pressupostos no caso concreto – v. *Teoria da Confiança...cit.*, pp. 585 e segs. e, em particular, p. 686, nota 618.

70- Tratando-se de uma liberdade genérica de agir, embora não entrando a elaboração de relatórios de notação de risco no perímetro de aplicação do art. 334ºCC, estará subordinada à regra não escrita de proibição de actuação contrária aos bons costumes. No entanto, aí só caberão condutas dolosas ou gravemente negligentes – v. supra

71- V. supra.

eficiência do mercado. Nos EUA, apesar de algumas decisões de Tribunais se terem mostrado sensíveis aos argumentos das sociedades de notação de risco, eles não impediram a aprovação do *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, e mais recentemente a sujeição a responsabilidade civil pelo *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010.

3.2. Responsabilidade civil por prospecto

3.2.1. Breve referência a alguns aspectos do regime da responsabilidade por prospecto

Os arts. 149º e segs. estabelecem o regime da responsabilidade civil por prospecto de oferta pública que, como já referimos, serve de modelo à responsabilidade civil noutros contextos do CVM. Embora não nos pareça poder falar-se de um regime geral de responsabilidade por informações, este regime serve de modelo a outras matérias onde emerge o problema da responsabilidade civil por informações no âmbito deste ramo do Direito.

Na verdade, apesar de em vários quadrantes do CVM o legislador ter optado por um apelo às normas sobre responsabilidade civil por prospecto de ofertas públicas, desde que sejam salvaguardadas as devidas adaptações (v. prospecto de admissão à negociação, informação sobre valores mobiliários admitidos à negociação, mensagens publicitárias, prospecto preliminar), não poderemos falar de um regime geral de responsabilidade por informações, uma vez que ficam excluídas muitas informações, como é o caso dos relatórios de auditoria semestral e

trimestral⁷², das recomendações de investimento ou relatórios de notação de risco não integrados no prospecto ou em mensagem publicitária.

A responsabilidade civil pelo prospecto orienta-se por um regime especial, mais favorável ao lesado em comparação com as disposições gerais sobre responsabilidade civil delitual. A culpa é apreciada por altos padrões de diligência profissional, assim se afastando o critério do bom pai de família, previsto no art. 487º do CC (art. 149º/2 do CVM). É igualmente estabelecida uma presunção de culpa no art. 149º/1 que, segundo pensamos, ultrapassa uma simples presunção de censurabilidade da conduta, abrangendo uma presunção de causalidade. Na verdade, as dificuldades dos investidores na prova do nexo de causalidade, em conjunto com o facto de a lei aferir a culpa por altos padrões de diligência profissional, o que iria tirar utilidade a uma presunção de culpa limitada à censurabilidade da conduta⁷³, leva-nos a concluir que a presunção do art. 149º/1 igualmente compreende o nexo de causalidade.

O art. 152º do CVM visa o ressarcimento dos danos individualmente sofridos pelos investidores, reproduzindo no âmbito da responsabilidade pelas deficiências das informações contidas no prospecto, o art. 562º CC, aplicando-se as regras gerais do Código Civil em sede de dano, o mesmo sucedendo em matéria de nexo de causalidade (art. 563ª CC). O que acabámos de dizer leva-nos a crer que o legislador no âmbito da responsabilidade por prospecto terá pretendido proteger a formação da vontade do investidor, não vendo a tutela da correcta formação da

72- Quando não integrem prospecto ou mensagem publicitária relativa a oferta pública, a responsabilidade por relatórios sobre informação semestral e informação trimestral resultará do art. 10º CVM. Sendo aplicáveis as regras gerais, apresenta o art. 10º CVM um regime menos favorável aos interesses dos investidores em comparação com o regime contido nos arts. 149º e segs. CVM.

73- Uma argumentação paralela é utilizada por CARNEIRO DA FRADA com o intuito de justificar uma presunção alargada decorrente do art. 799º CC, que inclui uma presunção de censurabilidade da conduta do devedor, de ilicitude e de causalidade entre a conduta e o incumprimento – v. *Contrato e Deveres de protecção*. Coimbra, 1994 pp. 191 a 193. Note-se, porém, que o Autor restringe a presunção de culpa no âmbito do art. 799º/1 CC à relação entre o facto e o incumprimento, não abrangendo o nexo de causalidade entre o incumprimento e o dano concretamente sofrido – v. p. 193.

vontade como simples instrumento ao serviço de uma adequada formação de preços, ou seja, da alocação eficiente de recursos.

3.2.2. Responsabilidade por relatórios de auditoria

O art. 149º al. f) do CVM inclui entre os responsáveis pelo prospecto os revisores oficiais de contas que tenham certificado ou apreciado os documentos de prestação de contas nos quais o prospecto se baseia. Não faz depender, ao contrário do que prevê para o surgimento da obrigação de ressarcir de outros peritos, a responsabilidade da aceitação pelo auditor da sua nomeação no prospecto como responsável pela certificação ou apreciação dos documentos de prestação de contas⁷⁴. Esta circunstância, bem como os termos amplos em que a lei consagra a responsabilidade civil solidária ilimitada perante terceiros por relatórios de auditoria, atestam a importância que o legislador mobiliário reconhece ao trabalho do revisor oficial de contas. A certificação de contas insere-se na actividade de fiscalização da sociedade⁷⁵. Na verdade, trata-se de uma actividade de interesse público, essencial na protecção dos investidores e na tutela da eficiência do mercado. Contudo, o auditor estará exposto a um risco de responsabilidade dificilmente controlável.

3.2.3. Responsabilidade por recomendações de investimento e por relatórios de notação de risco

Já quanto às recomendações de investimento e aos relatórios de notação de risco, não bastará a sua divulgação em prospecto ou mensagem

publicitária. A lei elege como condição de surgimento da responsabilidade, a aceitação por parte da pessoa que emite a recomendação de investimento ou o relatório de notação de risco que o seu nome seja referenciado, com o seu consentimento, no prospecto ou mensagem publicitária como autor da recomendação de investimento ou de relatório de notação de risco. Integram-se na al. h) do nº1 do art. 149º. Esta circunstância permite o controlo do risco de responsabilidade.

CONCLUSÃO

Os relatórios de auditoria, as recomendações de investimento e os relatórios de notação de risco assumem grande importância nas decisões dos investidores e na promoção da eficiência do mercado. No entanto, a severidade da intervenção do legislador a nível dos relatórios de auditoria, por um lado, e das recomendações de investimento e dos relatórios de notação de risco, por outro, é diversa. No entanto, presentemente, fruto da consciencialização da relevância das recomendações de investimento e dos relatórios de notação de risco, na sequência da crise financeira, assiste-se a uma maior atenção na regulação destas actividades.

Este cenário tem reflexos também ao nível da responsabilidade civil perante os investidores pelas deficiências das recomendações de investimento e dos relatórios de notação de risco. Embora não exista uma norma que de forma expressa imponha a responsabilidade perante os investidores, como sucede em matéria de relatórios de auditoria, podemos encontrar base para a protecção nas regras

74- Aqui se incluindo a revisão/certificação legal de contas e o relatório do auditor.

75- A actividade de certificação de contas integra a chamada fiscalização externa da sociedade, por contraposição ao controlo atribuído ao órgão de fiscalização interno. Sobre esta distinção, ainda na vigência do Direito anterior à reforma introduzida pelo DL 76-A/2006, de 29 de Março, FERREIRA GOMES, *A Fiscalização Externa das Sociedades Comerciais e a Independência dos Auditores. A reforma Europeia, a Influência Norte-Americana e a Transposição para o Direito Português*. Net: <http://www.vscf.net/docs/030CMVM.pdf>, pp. 12 a 36.

gerais da responsabilidade civil delitual. Pese embora o facto de vigorar neste âmbito o princípio da não ressarcibilidade dos interesses patrimoniais, as normas de protecção (art. 483º/1, 2ª parte CC) poderão dar guarida à protecção de interesses patrimoniais puros em sede delitual. Cremos poder reconhecer essa natureza à norma consagradora do dever diligência constante do Regulamento da CMVM N.º 2/2007 e às normas do Regulamento (CE) N.º 1060/2009. Assim, surge a possibilidade de as pessoas que emitem recomendações de investimento ou relatórios de notação de risco se poderem ver sujeitas a responsabilidade em caso de culpa leve, também para além das hipóteses em que a sua responsabilidade derive do art. 149º do CVM.

No caso de as recomendações de investimento ou os relatórios de notação de risco integrarem prospecto ou mensagem publicitária, os seus autores ver-se-ão sujeitos ao regime da responsabilidade por prospecto, contanto que sejam nomeados com o seu consentimento no prospecto ou na mensagem publicitária. Por seu turno, os autores de relatórios de auditoria estão submetidos a esse regime se tiverem certificado documentos de prestação de contas em que o prospecto ou a informação financeira anual se baseiam. Isto independentemente de serem nomeados com o seu consentimento como responsáveis pelo relatório de auditoria.

Pensamos que a maior severidade a que estão submetidos os auditores em relação aos autores de recomendações de investimento ou de relatórios de notação de risco resulta, desde logo, do facto de desenvolverem uma actividade de

fiscalização. Pensamos, contudo, que o que deverá relevar é a importância que as actividades assumem na protecção dos investidores e na tutela da eficiência do mercado. Por outro lado, têm-se intuído algum receio de que a regulação das recomendações de investimento e da notação de risco, assim como a responsabilidade civil, possam constituir uma interferência nos juízos emitidos pelos profissionais responsáveis por esses estudos. Este receio parece estar a ser progressivamente ultrapassado pelos recentes desenvolvimentos legislativos. No que especificamente respeita à responsabilidade civil, devemos ter presente que a responsabilidade por culpa leve não conduz à interferência nas avaliações. Um problema paralelo surge no Direito societário na esfera da responsabilidade civil dos administradores. Aí, a separação entre a obrigação de observância de deveres de cuidado e as opções da administração é bem visível na consagração da *business judgement rule*.

Consideramos que a lei deveria optar por uma norma geral que permitisse a responsabilidade por *informações, recomendações ou opiniões* divulgadas no mercado dos valores mobiliários e que assumam relevância para as decisões dos investidores, podendo influenciar a formação dos preços, assim assumindo importância na eficiente alocação de recursos⁷⁶. Esta disposição abrangeria os relatórios de auditoria, as recomendações de investimento e os relatórios de notação de risco. O seu impacto na eficiência do mercado justificaria uma responsabilidade por culpa leve, sobrepondo-se a protecção da eficiência do mercado às preocupações relacionadas com a falta de evidência social dos interesses e com a protecção da liberdade de acção.

76- A proposta no sentido de a responsabilidade por comunicações no mercado dos valores mobiliários derivar de uma cláusula geral que abranja todas as comunicações divulgadas que possam ter influência no regular funcionamento do mercado dos valores mobiliários é apresentada por HOPT/VOIGT, em *Empfehlungen*. In HOPT, Klaus/VOIGT, Christoph, „Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung“. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005. pp. 4 e 5 e *Grundsatz...cit.*, pp. 48 a 50.

Consideramos também preferível, dadas as exigências de certeza e de segurança no mercado de valores mobiliários, uma responsabilidade pela violação de deveres a uma responsabilidade com base na confiança⁷⁷.

Não ignoramos, no entanto, as razões que poderão ditar a necessidade de manter a responsabilidade dentro de limites razoáveis. Na realidade, a aceitação da possibilidade de a obrigação de indemnizar derivar de condutas praticadas por culpa leve expõe os responsáveis a um risco de responsabilidade de grandes dimensões, que poderá mesmo em certos casos pôr em causa a sua sobrevivência. Cremos, por isso, que a responsabilidade não deverá ser ilimitada⁷⁸. Por outro lado, os autores dos estudos difundidos

no mercado deveriam ter a possibilidade de controlar o risco de responsabilidade a que se encontram expostos, devendo ter consentido na divulgação dos seus trabalhos junto do público investidor.

Finalmente, note-se ser um objectivo da política da União Europeia a criação de um mercado único de capitais, como resulta da Comunicação da Comissão, de Maio de 1999⁷⁹. Para se atingir este desiderato, cremos ser imprescindível harmonizar as consequências que a lei liga às deficiências da informação e dos estudos divulgados no mercado. De facto, o nível de protecção dos investidores, instrumento necessário para a prossecução da eficiência do mercado de valores mobiliários, não deverá divergir no âmbito da União Europeia.



77- V. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança...cit.*, p. 188.

78- No sentido da limitação da responsabilidade dos auditores que efectuem auditorias em sociedades cotadas, se pronunciou a Recomendação da Comissão Europeia de 5 de Junho de 2008.

79- A Comunicação da Comissão intitula-se *Implementar um enquadramento para os mercados financeiros: Plano de acção*. Um resumo desta comunicação pode-se encontrar em: <http://europa.eu/scadplus/leg/pt/lvb/l24210.htm>