

RESPONSABILIDADE CIVIL DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO POR INFORMAÇÕES PRESTADAS AOS INVESTIDORES

MANUEL SÁ MARTINS

There are two superpowers in the world today, in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful.

THOMAS L. FRIEDMAN

INTRODUÇÃO

A crise económico-financeira mundial que ainda hoje atravessamos veio colocar a atuação das sociedades de notação de risco¹ no proscénio mediático e na vanguarda do debate político, tendo vindo a avolumar-se as dúvidas quanto à probidade destas entidades e as críticas à sua influência na regulação dos mercados financeiros².

Com efeito, as falhas cometidas pelas agências de *rating* no contexto da crise do *subprime* e o seu papel nas crises do setor financeiro e da dívida soberana abalaram a reputação dessas entidades, motivando uma série de iniciativas destinadas a promover a concorrência e transparência no mercado de *ratings*, a minorar os conflitos de interesse entretanto assinalados e a reduzir a dependência dos mercados face a essas avaliações.

Concomitantemente, têm vindo a ser implementados mecanismos que visam assegurar a tutela ressarcitória dos investidores, quando estes sofram prejuízos resultantes de condutas culposas por parte das sociedades de notação de risco. Poderá dizer-se que este tema da responsabilização das agências de *rating* pelas suas notações de risco de crédito se tornou, fruto da crise económico-financeira internacional, um assunto que, nas palavras de CARNEIRO DA FRADA, “*anda nas bocas do mundo – aliás, não propriamente por boas razões – e que parece suscitar a convicção da necessidade de uma resposta adequada, que tarda, por parte do Direito*”³.

Neste contexto, temos vindo a assistir a uma tendência legiferante de instituir mecanismos específicos de tutela ressarcitória dos investidores *vis-à-vis* agências de *rating*, a qual deu os

1- Doravante serão empregues, a par desta designação, as expressões agências de *rating* ou CRA (*Credit Rating Agencies*).

2- Existe abundante bibliografia sobre o papel das agências de *rating* na crise financeira internacional. Não podendo analisar aqui este copioso tema, por imperativos de concisão, fica a sugestão da obra, em português, de DIOGO FEIO & BEATRIZ SOARES CARNEIRO – *O Poder das Agências*, Lisboa: Matéria-Prima Edições, 2012, com uma exposição deveras útil para quem enseje compreender a atuação destas entidades e perceber o impacto das suas classificações nos mercados financeiros.

3- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – «Sociedades e notação de risco (*rating*) – a proteção dos investidores», *II Congresso DSR* (2012), p. 341-346.

seus primeiros passos nos Estados Unidos, com a implementação do *Dodd-Frank Act*⁴. A relevância desta temática para o nosso ordenamento jurídico torna-se evidente se atendermos às iniciativas que têm vindo a surgir, também no panorama europeu, tendo em vista encontrar soluções de nível comunitário que possam transcender os obstáculos que o mercado financeiro globalizado coloca à responsabilização das agências de *rating* no quadro das ordens jurídicas nacionais⁵.

Ora, apesar de reconhecermos que uma resposta inovadora ao nível do direito europeu pode ser vantajosa, a verdade é que as soluções entretanto adotadas não se afiguram, em nosso entender, cabais. Aliás, conforme veremos, parece-nos ser possível mergulhar mais fundo e encontrar na arquitetura normativa do nosso Direito mecanismos que permitem neste contexto a tutela privada dos investidores.

A NOTAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO

Embora tenhamos assistido, nos últimos anos, a um crescente debate público sobre a realidade em estudo, a verdade é que são ainda escassas, no panorama nacional, as abordagens jurídico-doutrinárias acerca da atividade de notação de risco de crédito. Nestas circunstâncias, impõe-se enunciar alguns conceitos basilares, essenciais à compreensão da matéria que agora tratamos.

Importa, pois, referir que a notação de risco de crédito consiste numa avaliação padronizada⁶, emitida por uma entidade independente (agência de *rating*), sobre a capacidade de um emitente⁷ de valores mobiliários representativos de dívida⁸ para satisfazer as suas obrigações futuras, na respetiva data de vencimento (*issuer rating*) ou sobre o risco de não recebimento atempado do capital e respetivos juros

4- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111-203 (2010). Sobre o impacto deste diploma na matéria em estudo, *vd.* NOEMI BLUMBERG, JOHANNA WIRTH & NIKITA LITSOUKOV – «The Liability of Credit Rating Agencies to Investors: A Review of the Current Liability Regime and Recent SEC Proposals», *JSF*, Vol. 16, n.º 4, 2011, p. 34 ss.

5- Em 31 de maio de 2013, foi publicado o Regulamento (UE) n.º 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco. Este novo diploma procura aperfeiçoar o respetivo quadro regulamentar e, entre outras medidas, veio sujeitar as agências de notação de risco a uma responsabilidade potencialmente ilimitada se as mesmas violarem o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 com dolo ou negligência grave. Esta iniciativa europeia pode ser consultada através do sítio: http://ec.europa.eu/internal_market/rating-agencies/index_en.htm.

6- Note-se que esta avaliação não constitui uma previsão de incumprimento ou recomendação de investimento, podendo antes ser tida como uma opinião sobre o risco de crédito. A este respeito, *vd.* CLEMENTINA SCARONI – «La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori», *Contratto e Impresa*, n.º 3, CEDAM, 2011, p. 764-832, p. 767. Para uma distinção entre o conceito de *rating* e figuras afins, *vd.* ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – «O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e os problemas da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana», *RMP*, n.º 127, 2011, p. 119-177, p. 140 ss. Explicações mais pormenorizadas sobre este processo de avaliação podem ser consultadas nos sítios das agências (ex: www.moodys.com; www.fitchratings.com e www.standardandpoors.com) e no relatório da SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, de Janeiro de 2003. Na doutrina, *vd.* GAETANO PRETI – «Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione», *Jus: rivista di scienze giuridiche*, Vol. 56, n.º 1, 2009, p. 65-105, p. 78 e ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – *ob. cit.*, p. 142 ss.

7- Podendo este ser uma entidade pública ou privada, como relata ALAIN COURET – «Les agences de notation: observations sur un angle mort de la réglementation», *Rev. Sociétés*, Ano 121, n.º 4, 2003, p. 765-778, p. 767. Segundo a agência Moody's, os governos são mesmo os maiores emissores de dívida e os melhores clientes dos mercados de capitais, tendo sido responsáveis por 62% das obrigações emitidas em 2009. Sobre a notação de risco soberano, *vd.* RICHARD CANTOR & FRANCK PACKER – «Determinants and impact of sovereign credit ratings», *Economic Policy Review*, Vol. 2, n.º 2, p. 37-54 e ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – *ob. cit.*, p. 150 ss.

8- Sejam eles simples (ex.: obrigações) ou estruturados (ex.: obrigações hipotecárias). Sobre esta questão, *vd.* HUGO MOREDO SANTOS – «A notação de risco e os conflitos de interesses», *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro. Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra: Almedina, 2010, p. 471-563, p. 486 ss.

associado a um instrumento de dívida (*issue rating* ou *debt rating*)⁹.

Na avaliação de obrigações, derivados de crédito e produtos estruturados¹⁰, as agências utilizam escalas que oscilam entre classificações de risco mais reduzido (*investment grade*) e mais elevado (*non-investment grade*, *speculative grade* ou *junk*), podendo exprimir uma tendência (*outlook*) positiva, negativa ou estável¹¹. As CRA procuram, desta forma, transformar informação complexa em classificações padronizadas, mais facilmente apreensíveis pelos investidores¹².

Uma distinção deve ser efectuada entre *solicited ratings* e *unsolicited ratings*¹³. No primeiro

caso, o emitente contrata os serviços de uma agência antes de realizar a emissão, com o intuito de obter uma classificação a ser divulgada junto dos eventuais investidores¹⁴. No segundo caso, os *ratings* são recolhidos por livre iniciativa da sociedade de notação de risco ou de acordo com instruções de terceiros¹⁵.

Convém ainda salientar que, apesar de existirem múltiplas agências de *rating* no mundo¹⁶, o mercado de notação de risco de crédito é fortemente concentrado¹⁷, sendo entendido por muitos como um verdadeiro oligopólio natural¹⁸. Com alguma propriedade, alguns autores falam até em duopólio, atentas as diferenças substanciais entre a Moody's Investors Service e a Standard & Poor's, por um lado, e a Fitch Ratings, por outro¹⁹.

9- Para maiores desenvolvimentos, *vd.* STEVEN L. SCHWARCZ – «Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox», *U. Ill. L. Rev.*, n.º 1, 2002, p. 6 ss.

10- Sobre estes instrumentos, *vd.* NUNO BARBOSA – *Competência das Assembleias de Obrigacionistas*, Coimbra: Almedina, 2002, p. 59 ss.; ENGRÁCIA ANTUNES – *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 119 ss., p. 174 ss. e BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, janeiro de 2005.

11- A respeito das escalas de notação das principais agências de *rating*, *cf.* ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – *ob. cit.*, p. 134 ss.

12- Neste sentido, *vd.* BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION – «Credit ratings and complementary sources of credit quality information», agosto de 2000, p. 12.

13- *Vd.* UWE BLAUROCK – «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies», *EJCL*, Vol. 11, n.º 3, 2007, p. 3 ss.

14- Convém notar que existem diferentes tipos de agências de *rating*, de acordo com a sua fonte de receitas. Há agências, como a Egan-Jones Ratings Co. e a A. M. Best que optam por prestar os seus serviços diretamente a investidores institucionais, numa base contratual (modelo *investor-pays*), mas as comumente designadas *Big Three* (Moody's, Standard & Poors e Fitch Ratings) obtêm o grosso das suas receitas através de *ratings* solicitados pelos emitentes (modelo *issuer-pays*). Como as três CRA mais expressivas dominam hoje mais de 90% do mercado, a nossa abordagem centra-se nesta vertente. Para uma análise dos vários modelos, *vd.* COMISSÃO EUROPEIA – *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, novembro de 2010, p. 26 ss. Sobre esta questão, *vd.* ainda FRANK PARTNOY – «How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers», in YASUYUKI FUCHITA, ROBERT E. LITAN, eds. – «Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?», *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, 2006, p. 59-102.

15- Atente-se num dado interessante: vários estudos têm vindo a demonstrar que os *ratings* não solicitados atribuem geralmente piores classificações do que os solicitados, sendo utilizados pelas agências como instrumentos de "persuasão" na angariação de clientes (*hostile ratings*). Sobre esta matéria, *vd.* WINNIE P. H. POON – «Are unsolicited credit ratings biased downward?», *JBF*, Vol. 27 (4), 2003, p. 593-614.

16- *Cf.* lista existente em http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm.

17- *Vd.* IVES CHAPUT – «Contrôle et Responsabilité de la notation financière: les agences de rating en droit français», *RIDC*, Ano 58, n.º 2, 2006, p. 493-502, p. 496.

18- *Vd.* HUGO MOREDO SANTOS – *ob. cit.*, p. 496 ss. As raízes deste oligopólio não são, contudo, unívocas. Alguns autores, como LAWRENCE J. WHITE – «The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis», *Rating Agencies in the Global Financial System*, 2002, p. 11 ss, destacam a importância do capital reputacional neste mercado, que exige anos de experiência com sucesso relevante. Cremos, contudo, que outra explicação pode ser encontrada na regulação que foi sendo adoptada., como adiante veremos.

19- *Cf.* COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment – Commission Staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Bruxelas, 2008, p. 9, onde se refere que, conjuntamente, Moody's e S&P detêm mais de 80% do mercado mundial de *ratings*, enquanto que a quota da Fitch ascende a 14%. CLAIRE HILL – «Regulating the Rating Agencies», *Wash. U. L. Q.*, Vol 82, 2004, p. 43 ss, diz-nos que estas estimativas subestimam a dimensão do duopólio, visto que a prática corrente é solicitar os *ratings* da Moody's e da S&P e levar em conta as avaliações da Fitch apenas quando as outras duas entram em discordância.

O PAPEL DOS RATINGS NOS MERCADOS FINANCEIROS

Conforme se encontra *supra* referido, a emissão de *ratings* permite aos investidores o acesso a classificações de risco de crédito padronizadas e integradas numa escala ordinal. Desta forma, as agências atuam como intermediários que agregam e sistematizam informação sobre o nível de risco de crédito de um emitente ou instrumento de dívida. Idealmente, esta operação promove a tomada de decisões de investimento esclarecidas, o que pode fomentar a eficiência, liquidez, estabilidade e equidade dos mercados²⁰.

Ora, embora a informação proveniente das notações de risco tenha interesse para um número alargado de entidades²¹, a verdade é que a sua utilidade é particularmente sentida junto dos pequenos aforradores. De facto, como estes são tendencialmente menos sofisticados e possuem menos recursos do que os grandes investidores

institucionais²², eles dependem da fiabilidade dos *ratings* para *separar o joio do trigo* nas emissões de dívida e para monitorizar a evolução do risco de crédito²³. Aliás, no atual contexto, em que a complexidade de muitos produtos financeiros obsta à capacidade da maioria dos investidores para estimar o seu risco, veio acenar-se a importância dos relatórios de notação enquanto fonte de informação fiável²⁴. Por isso mesmo se afirma, com propriedade, que a influência das agências assume contornos sistémicos, os quais são particularmente sentidos num mercado globalizado, podendo as avaliações negativas gerar instabilidade em vários países e mercados²⁵.

Em face do exposto, torna-se claro que as agências de *rating* desempenham um papel vital no mercado de valores mobiliários²⁶ e, também por isso, o legislador português, ao determinar a necessidade de haver informação “*completa, verdadeira, actual, clara, objetiva e lícita*”²⁷ no art. 7.º do CVM, estendeu esta exigência aos relatórios de notação de risco.

20- Sobre a utilidade informativa dos *ratings*, cf. ALFREDO DE SOUSA – «Informação, risco e rating», *Revista da Banca*, n.º 11, 1989, p. 5-9 e ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – ob. cit., p. 145 ss. Sobre a importância da informação no mercado de capitais, *vd* PAULO CÂMARA – «Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários», *Cad.MVM*, n.º 2, Lisboa: CMVM, 1998 (2.º Semestre), p. 81-92; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – «A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários», *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, p. 333-347; MAFALDA GOUVEIA MARQUES & MÁRIO FREIRE – «A Informação no Mercado de Capitais», *Cad.MVM*, n.º 3, Lisboa: CMVM, 1998, p. 111-123; e CARLOS COSTA PINA – *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

21- Cf. IOSCO – *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, setembro de 2003, p. 6 ss.

22- Sobre as especificidades do valor dos *ratings* para investidores institucionais, *vd*. AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS – *La notation en matière de titrisation*, janeiro de 2006, p. 21.

23- *Vd*. CESR – *The role of credit rating agencies in structured finance*, fevereiro de 2008, p. 8 ss.

24- *Vd*. DAVID J. REISS – «Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market», *Fla. St. U. L. Rev.*, n.º 985, Vol. 33, 2005-2006, p. 985-1065, p. 992 ss. A crescente sofisticação surge associada à utilização de derivados de crédito e à titularização de ativos, com uma torrencial demanda por instrumentos de dívida (ABSs; MBSs; CDOs, etc.), cuja complexidade técnica dificulta a sua compreensão, mesmo por investidores qualificados. *Vd.*, ainda sobre esta questão, LOIS R. LUPICA – «Credit Rating Agencies, Structured Securities, and the Way Out of the Abyss», *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28, 2008 (in SSRN).

25- Veja-se RABAH AREZKI / BERTRAND CANDELON & AMADOU N. R. SY – *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, março de 2011, p. 21.

26- O antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários era particularmente claro quando referia que “*as sociedade de rating podem constituir instrumentos poderosos de racionalização, dinamização e expansão do mercado e auxiliares valiosíssimos de apoio aos investidores nas suas decisões de investimento e às entidades emitentes na colocação das suas emissões, ou precisamente o contrário*”.

27- Sobre estas exigências, *vd*. CARLOS COSTA PINA – ob. cit., p. 39 ss.

Sendo certo que a opinião das agências de *rating* é um elemento fortemente ponderado nas decisões de investimento²⁸, é usual dizer-se que as CRA se encontram revestidas de prerrogativas de confiança nos mercados financeiros, sendo incluídas no rol dos *terceiros de confiança*²⁹ ou *gatekeepers*³⁰ dos mercados, *i. e.*, dos profissionais independentes que empenham a sua reputação na verificação ou certificação de informação essencial para os investidores.

Esta influência surge ainda acentuada pelo uso extensivo de “*ratings triggers*” contratuais³¹, isto é, de cláusulas constantes de contratos de crédito ou emissão de obrigações que autorizam o credor a exigir a antecipação do cumprimento, caso o *rating* do devedor se deteriore, cujas consequências nefastas ficaram sobejamente demonstradas nos casos *Enron* e *American International Group*³² e, na realidade nacional, no recente caso dos *swaps* subscritos por empresas públicas³³.

Dotada ainda de particular relevância é a existência, nos vários ordenamentos jurídicos, de normas que conferem competências de supervisão e certificação às agências de *rating*, de tal forma que as classificações deixaram de ter apenas efeitos *inter privados* e passaram a integrar critérios e requisitos legais e regulativos³⁴. Esta tendência floresceu a partir da década de 70, nos EUA, onde o vago conceito de *National Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)* surgiu para designar as agências cujas avaliações disfrutavam da confiança do regulador³⁵. Entretanto, outros estados acolheram esta orientação³⁶, sendo de recordar, no espaço europeu, a possibilidade de utilização de notações de risco emitidas por agências de notação reconhecidas (*External Credit Assessment Institutions* ou ECAI) na determinação dos requisitos de fundos próprios para cobertura do risco de crédito por parte das instituições financeiras³⁷.

28- Como refere CALVÃO DA SILVA – *Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2005, p. 97, “a valoração do mérito do crédito ou notação de risco (...) se feita por agências de rating com grande credibilidade e aceitação no mercado (...) aparece qual pedra angular aos olhos dos investidores”. Sobre o problema da confiança excessiva dos investidores nos ratings, cf. IOSCO – *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets. Final Report*, maio de 2008, p. 10 ss.

29- Assim vd, Segundo MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – «Las agencias de rating como tercos de confianza: responsabilidad civil extracontractual y proteccón de la seguridad del tráfico», *RDBB*, n.º 120, Valladolid, 2010, p. 141-177.

30- Quanto a este termo, vd. FERREIRA GOMES – «Responsabilidade Civil dos Auditores», *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2008, p. 343-425, p. 400 ss.; JOHN C. COFFEE – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, 2002 (in SSRN), p. 5 e ANDREW TUCH – «Multiple Gatekeepers», *Va. L. Rev.*, Vol. 96, 2010, p. 1583-1672.

31- Sobre estas cláusulas, vd. HERWIG LANGOHR & PATRICIA LANGOHR – *The rating agencies and their credit ratings. What they are, how they work and why they are relevant*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2008, p. 107 ss.

32- Vd. DENIZ COSKUN – «Supervision of Credit Rating Agencies: The Role of Credit Rating Agencies in Finance Decisions», *JIBLR*, Vol. 24, n.º 5, 2009, p. 252-261. Estes casos, ao permitirem a comprovação empírica do efeito dos *triggers* na volatilidade dos mercados, levaram alguns autores a colocar em causa a admissibilidade e a transparência dessas cláusulas: cf. MATTHIAS HABERSACK – «Rechtsfragen des Emittenten-Ratings», *ZHR*, n.º 169, 2005, 185-211, p. 188 ss.

33- Cfr. a este respeito o *Relatório Final* da Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público, de 6 de Janeiro de 2014, in <http://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/Detalhelniativa.aspx?BID=37706>.

34- Vd. MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – ob. cit., p. 156 ss.

35- Sobre o tema, vd. DENIZ COSKUN – «Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept», *JBR*, Vol. 9 (4), 2008, p. 264-283.

36- Com exemplos, vd. YVES CHAPUT – ob. cit., p. 499; UWE BLAUROCK – ob. cit., p. 9 e CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 775.

37- Sobre a incorporação dos ratings no quadro de Basileia II e nas diretivas comunitárias 2006/48/CE (cf. art. 81.º e Parte 2 do Anexo VI) e 2006/49/CE, de 14 de junho de 2006, vd. IGNACIO MORALEJO MENÉNDEZ – «La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los Mercados Financieros. Las NRSRO», *RDBB*, n.º 119, Ano XXIX, 2010, p. 53-108. Atente-se na posição crítica de FRANK PARTNOY – «Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis», *San Diego Legal Studies Paper* No. 09-015, 2009, p. 15.

Em Portugal, encontramos referências às notações de risco em vários diplomas³⁸, podendo destacar-se que o próprio CSC, no seu art. 349.º, começa por determinar que as sociedades anónimas não podem emitir obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios, estabelecendo, todavia, no seu n.º 4 que “*O limite fixado nos números anteriores não se aplica: (...) b) A sociedades que apresentem notação de risco da emissão atribuída por sociedade de notação de risco registada na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*”.

A atribuição de relevância *ex lege* às classificações das sociedades de notação de risco insere-se numa tendência de regulação privada dos mercados financeiros³⁹, assente no reconhecimento de que, em certas áreas de grande complexidade técnica, o estado tem necessidade de transferir funções de controlo, regulação e certificação para privados que detenham os

conhecimentos técnicos de fronteira⁴⁰. Esta opção mereceu a crítica de diversos autores, uma vez que, além de ter distorcido o funcionamento do mercado em benefício das CRA incumbentes⁴¹, efetivamente permitiu que as agências de notação centrassem a sua actividade não na produção de informação de qualidade para os investidores, mas na venda de *licenças* aos emitentes⁴².

PREMÊNIA DA TUTELA RESSARCITÓRIA

Durante muito tempo, a indústria de *ratings* *alicerçou-se em princípios de autorregulação*⁴³, *perante uma crença quase generalizada na suficiência do efeito disciplinador da reputational capital view*⁴⁴, segundo a qual o objetivo de manter a reputação no mercado e a confiança dos investidores – dos quais depende o negócio das sociedades de notação de risco – seria suficiente para disciplinar a sua conduta. Paralelamente, registava-se alguma hostilidade

38- *Vd. exemplos em HUGO MOREDO SANTOS – ob. cit., p. 488 ss.*

39- Diz-nos IGNACIO MORALEJO MENÉNDEZ – ob. cit., p. 58, que “*La incorporación de las agencias de calificación de créditos al sistema regulador de las emisiones de deuda ha supuesto, en realidad, una parcial traslación de la labor supervisora de los mercados de instituciones públicas a instituciones privadas, una especie de externalización, outsourcing, de esta función*”.

40- *Vd. LUÍS GUILHERME CATARINO – Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros. Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010, p. 300 ss e AMY KATHERINE RHODES – «The Role of the SEC in Rating Agencies; Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?», Seton Hall Legislative Journal, N. 20, 1996, p. 296: “A regulatory system that relies on ratings can become fine-tune, less costly for society, as well as simpler to apply for issuers”.*

41- Segundo JONATHAN R. MACEY – «The Politicization of American Corporate Governance», *Va. L. & Bus. Rev.*, n.º 1, 2006, p. 10-54, p. 23 ss., “*the best explanation for the puzzle that credit rating agencies simultaneously enjoy great success while providing no information of value to the investing public is that the SEC inadvertently created an artificial regulatory demand for the services of a small number of favored ratings agencies when it misguidedly invented the NRSRO designation*”. Assim também RAMIRO LOSADA LÓPEZ – *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Monografía n.º 34, CNMV, 2009, p. 42 ss.

42- Como refere FRANK PARTNOY – «The Siskel and Ebert of Financial Markets? two thumbs down for the Credit Rating Agencies», *Wash. U. L. Q.*, Vol. 77, n.º 3, 1999, p. 619-714, p. 713, “*the credit rating agencies have thrived, profited, and become exceedingly powerful because they have begun selling regulatory licenses, i.e., the right to be in compliance with regulation*”. No mesmo sentido, EMILY EKINS/MARK A. CALABRIA & CALEB O. BROWN – *Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies*, 2011 (in SSRN), p. 26.

43- *Vd. PAVLOS MARIS – The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead*, 2009 (in SSRN), p. 4 ss.

44- Sobre este conceito e as suas insuficiências neste caso concreto, *vd. JOHN PATRICK HUNT – «Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement», CBLR*, n.º 1, 2009 (in Bepress), p. 15 ss.

legislativa⁴⁵ e jurisprudencial⁴⁶ para com as pretensões indenizatórias intentadas por investidores contra as sociedades de notação de risco, inviabilizando boa parte das ações judiciais intentadas.

Foi sobretudo na sequência da crise financeira de 2008 que se multiplicaram, em ambos os lados do Atlântico, as vozes críticas em prol de um sistema de maior regulação e supervisão pública sobre as CRA⁴⁷ e um novo paradigma veio a incorporar-se em diplomas como o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 21 de julho de 2010 e o Regulamento 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro, *relativo às agências de notação de risco*⁴⁸. Atualmente, as notações de risco de crédito são um serviço regulamentado, estando as agências sujeitas a normas de independência, transparência e qualidade⁴⁹.

Ora, a par de iniciativas de índole regulatória ou de supervisão, tem-se vindo a considerar que o disciplinamento da atividade das CRA pode ser mais bem conseguido através de uma efetivação de responsabilidade civil perante os investidores⁵⁰. Subscrevemos este entendimento, na medida em que, como já referiu o Professor HEINRICH HÖRSTER, “*a responsabilidade, ou melhor: a consciência de responder pelos actos que vierem a ser praticados por virtude da inclusão das suas consequências na livre decisão de agir, limita a liberdade do agente, no sentido de evitar voluntarismos (irresponsáveis) e abusos de poder*”⁵¹.

Note-se que a informação prestada pelas sociedades de notação de risco pode originar danos a quem a toma por fiável e nela baseia as suas decisões de investimento. Uma vez que a correção da informação é necessária ao adequado

45- Veja-se, nos EUA, a *SEC Rule 436(g)(1)*, que isentava as NRSRO do regime de responsabilidade civil previsto na *Section 11* do *Securities Act* de 1933 e que apenas foi revogada, na sequência da crise financeira internacional, pela *Section 939G* do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 21 de julho de 2010.

46- Historicamente, nos Estados Unidos, os tribunais têm entendido que, na ausência de condutas dolosas (“*actual malice*”), as agências de notação podem invocar a proteção da *First Amendment*, com o argumento de que os *ratings* são opiniões sobre questões de interesse público. Sobre a evolução da jurisprudência estadunidense, *vd.* THERESA NAGY – «Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation», *Minn. L. Rev.*, Vol 94, 2009, p. 140-167, CALEB M. DEATS – «Talk that isn’t cheap: does the first amendment protect credit rating agencies’ faulty methodologies from regulation?», *CLR*, Vol. 110, 2010, p. 1818-1864 e NAN S. ELLIS, LISA FAIRCHILD & FRANK D’SOUZA – «Conflicts of interest in the Credit Rating Industry after Dodd-Frank: Continued Business as Usual?», *SJLBF*, Vol. 17, 2012, p. 203 ss.

47- *Vd.*, por exemplo, FRANK PARTNOY – *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, 2009 (in SSRN); STÉPHANIE ROUSSEAU – *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: the long and winding road toward accountability*, 2009 (in SSRN) e SIEGFRIED UTZIG – *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, 2010 (in SSRN).

48- Cf. KAREL LANNOO – «What reforms for the credit rating industry? A European perspective», *ECMI Policy Brief*, n.º 17, 2010 e PRAGYAN DEB/MARK MANNING/GARETH MURPHY/ADRIAN PENALVER & ARON TOTH – *Whither the credit ratings industry? – Financial Stability Paper n.º 9* (Bank of England), 2011, p. 12 ss. Vendo com algum ceticismo o rumo adotado, CLAIRE HILL – «Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?», *U. Pitt. L. Rev.*, Vol. 71, 2010, p. 585-608, p. 602 ss.; e BRIGITTE HAAR – *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, University of Oslo Faculty of Law – Legal Studies Research Paper Series No. 2013-02, 2013, p. 8 ss..

49- Como se explica no Considerando 10 do sobredito Regulamento 1060/2009, “*A melhor maneira de corrigir essa falha [nas notações de risco de crédito] passa por medidas relativas aos conflitos de interesses, à qualidade das notações de risco, à transparência e governação interna das agências de notação de risco e à supervisão das suas actividades*”.

50- Cf. COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment...*, 2011, *ob. cit.*, p. 46 ss.; SISI ZHANG – *Legal Liability of U.S. Credit Rating Agencies under Section 11 of the Securities Act: the Long and Winding Road toward accountability*, tese de mestrado apresentada na Universidade de Toronto, 2010, p. 24 ss. e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores por Realização Defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco», *Cad.MVM*, n.º 36, 2010, p. 9-31, p. 9. A respeito desta questão, afirma GERHARD WAGNER – *Gatekeeper Liability: A Response to the Financial Crisis*, 2013 (in SSRN), p. 19, o seguinte: “*removing the threat of liability altogether leaves rating agencies without a financial incentive to take the interests of third party investors into account and to take precautions against overly optimistic ratings*”.

51- *Vd.* HEINRICH EWALD HÖRSTER – *A Parte Geral do Código Civil Português. Teoria Geral do Direito Civil*, reimp., Coimbra: Almedina, 2012, p. 70 e, sobre a relevância *ex ante* e *ex post* da responsabilidade civil, CARNEIRO DA FRADA – *Direito Civil. Responsabilidade Civil – O Método do Caso*, 2.ª reimp., Coimbra: Almedina, 2011, p. 64 ss.

funcionamento dos mercados financeiros, o reconhecimento de situações de responsabilidade por comportamentos dolosos ou negligentes do informante surge então como “*factor imprescindível da funcionalidade desses mercados e sectores, e adequado à sua especial sensibilidade*”⁵².

A justificação de índole pragmática mais recorrente para rejeitar a reparação dos prejuízos que afetem o património dos investidores relaciona-se com o risco de litigância (*floodgates argument*). Ora, por uma questão de princípio, não se vê por que motivo a notação de risco haveria de ter um tratamento privilegiado em relação a outras atividades, quando seja fonte de danos⁵³. Recorde-se que as sociedades de notação de risco não seriam os primeiros *gatekeepers* sujeitos a pretensões indemnizatórias por parte dos

investidores⁵⁴ e que, nestes outros casos, as vias catastrofistas quanto às consequências da responsabilidade não têm encontrado amparo na realidade⁵⁵. Constatam-se ainda que as advertências públicas das agências de notação, relativamente às possíveis inexactidões dos *ratings*, embora não as exonerem de responsabilidade, podem ser fundamento para restringir o *quantum* das indemnizações⁵⁶.

Conclua-se reconhecendo que a responsabilidade civil dos *gatekeepers* constitui um tema de viva atualidade na dogmática civilística, revestindo-se de inegável importância prática. E conforme veremos, o seu interesse teórico reside no facto de se situar num ponto de convergência entre as modernas tendências de reflexão sobre responsabilidade civil, levantando condignas interrogações acerca da sua admissibilidade e pressupostos⁵⁷.

52- *Vd. IDEM – Uma «Terceira Via» no Direito da Responsabilidade Civil?*, Coimbra: Almedina, 1997, p. 75 e RICHARD JENNINGS, HAROLD MARSCH, JR., JOHN C. COFFEE JR. & JOEL SELIGMAN – *Securities Regulation: Cases and Materials*, 8.ª ed, Nova Iorque: Foundation Press, 1998, p. 924: “*Although there are multiple forces that drive our disclosure system, the risk of liability is one of the most significant, and it motivates independent gatekeepers to test and, if necessary, challenge the issuer’s proposed disclosure*”.

53- Também neste sentido, cf. ISABEL ALEXANDRE & ANA DINIZ – *ob. cit.*, p. 133 ss.

54- *Vd.*, por todos, MENEZES LEITÃO – «A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada», *ROA*, 2005, Ano 65, Vol. III, p. 663-675. Poderíamos mesmo aplicar às agências de notação cautelas semelhantes às que têm vindo a ser defendidas para a responsabilização civil dos auditores: cf. CARNEIRO DA FRADA – «O problema e os limites da responsabilidade dos auditores», *DJ*, n.º 16, tomo 1, 2002, p. 159-169, p. 166 ss.

55- Sobre o caso da responsabilidade dos auditores, *vd. FERREIRA GOMES – «Responsabilidade Civil dos Auditores»... ob. cit.*, p. 409 ss.

56- Ou seja, se a CRA advertir o investidor da existência de possíveis inexactidões, está a fazer recair sobre ele um dever de cuidado e averiguação. Se o investidor não cumprir esse dever (admitindo que o poderia fazer) e sofrer danos, então estes são imputáveis não só à agência de notação (assumindo que esta violou uma norma de proteção), mas também ao investidor que ignorou o aviso da agência, o que leva à aplicação do art. 570.º do CCiv. Neste sentido, *vd. PINTO MONTEIRO – Cláusulas Limitativas e de Exclusão de Responsabilidade Civil*, reimp., Coimbra: Almedina, 2011, p. 399 ss. Sobre o concurso de culpas e o papel da autorresponsabilidade, *vd. BRANDÃO PROENÇA – A conduta do lesado como pressuposto e critério de imputação do dano extracontratual*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 1997, p. 89 ss.

57- Embora o presente estudo não verse sobre conflitos de leis no espaço e de competência jurisdicional, que terão de ser resolvidos caso a caso e de acordo com o concreto fundamento invocado para a pretensão do investidor, convém desde já sublinhar a importância desta questão, como salientam GERHARD WILDMOSER, K. JAN SCHIFFER & BERND LANGOTH – «Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?», *RIW*, (10), Vol. 55, 2009, p. 657-668, p. 661. Veja-se que, em Itália, a *Corte Suprema di Cassazione* considerou-se incompetente para apreciar uma ação intentada por investidores contra uma sociedade de notação de risco, com fundamento no artigo 5.º, n.º 3 do Regulamento n.º 44/2001 (“Bruxelas I”). Nos termos deste preceito, configurando-se esta como uma questão de responsabilidade extracontratual, o tribunal competente para apreciar o caso determina-se pelo “*lugar onde ocorreu ou poderá ocorrer o facto danoso*”. A *Cassazione* considerou que tal lugar corresponderia não ao local de emissão do *rating*, mas antes àquele no qual os valores mobiliários foram adquiridos pelos investidores. A respeito desta decisão, *vd. NICOLÒ NISI – «La giurisdizione in materia di responsabilità delle agenzie di rating alla luce del regolamento Bruxelles I»*, *RDIPP*, Vol. 49, n.º 2, 2013, p. 385-418. Em nosso entender, caso se preconize para este caso, como se verá adiante, uma solução assente na responsabilidade pré-contratual emergente da omissão ou da prestação negligente ou dolosa de certas informações, a mesma favorecerá a aplicação da lei do lugar onde ocorreu o prejuízo patrimonial, conforme nos diz DÁRIO MOURA VICENTE – *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2001, p. 1600 ss.

O REGULAMENTO (UE) N.º 462/2013

No espaço europeu, foi recentemente adotado o Regulamento n.º 462/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, relativo às agências de notação de risco⁵⁸ e que, entre outras medidas, visa disciplinar a responsabilidade civil das agências no quadro das suas atividades. Este diploma permite – nos termos do novo artigo 35.º-A introduzido no Regulamento 1060/2009 – declarar as agências de notação de risco responsáveis, caso infringam, com dolo ou negligência grave, as obrigações que lhes são impostas por normas comunitárias. Como se pode ler neste diploma:

1. Caso uma agência de notação de risco cometa, com dolo ou negligência grave, alguma das infrações enumeradas no Anexo III, afetando desse modo uma notação de risco, os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco a indemnização dos danos que tal infração lhes tenha causado. Um investidor pode exigir indemnização ao abrigo do presente artigo se provar que se baseou razoavelmente, de acordo com o artigo 5.º-A, n.º 1, ou de outro modo mas com a devida prudência, numa notação de risco para decidir investir, continuar a deter ou alienar um instrumento financeiro abrangido por essa notação de risco. (...)

2. Cabe ao investidor ou emitente apresentar informações exatas e pormenorizadas que indiquem que a agência de notação de risco cometeu uma infração ao presente regulamento e que a referida infração afetou a

notação de risco emitida. Cabe ao tribunal nacional competente apreciar o que constitui informação exata e pormenorizada, tendo em conta que o investidor ou emitente pode não ter acesso a informações da esfera da agência de notação de risco.

3. A responsabilidade civil das agências de notação de risco referida no n.º 1 apenas pode ser limitada antecipadamente se essa limitação for: a) Razoável e proporcionada; e b) Autorizada pela lei nacional aplicável, determinada de acordo com o n.º 4. As limitações que não satisfaçam as condições referidas no primeiro parágrafo ou as exclusões da responsabilidade civil são juridicamente ineficazes.

4. Termos e expressões como “dano”, “dolo”, “negligência grave”, “dependência razoável”, “prudência devida”, “impacto”, “razoabilidade” e “proporcionalidade” (...) devem ser interpretados e aplicados nos termos da lei nacional aplicável determinada de acordo com as regras de direito internacional privado aplicáveis. As questões relacionadas com a responsabilidade civil das agências de notação de risco que não são abrangidas pelo presente regulamento regem-se pela lei nacional aplicável determinada pelas regras de direito internacional privado aplicáveis. O tribunal competente para uma ação intentada por um investidor ou emitente com base em responsabilidade civil é determinado pelas regras de direito internacional privado aplicáveis”.

5. O presente artigo não exclui outras ações por responsabilidade civil nos termos da legislação nacional”.

58- A propósito do seu teor, vd. UWE BLAUROCK – «Neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen», *EuZW*, n.º 16, 2013, p. 608 ss.; GERHARD WAGNER – «Die Haftung Von Ratingagenturen Gegenüber Dem Anlegerpublikum», *Einheit und Vielheit im Unternehmensrecht. Festschrift für Uwe Blaurock zum 70. Geburtstag*, Mohr Siebeck, 2013, p. 467 ss.; e BRIGITTE HAAR – ob. cit., p. 13 ss..

A intenção subjacente a esta inovação legislativa é clara: conseguir um grau mínimo de harmonização entre os estados-membros ao nível da responsabilidade civil das agências de notação de risco⁵⁹. Ora, apesar das suas “boas intenções”, a verdade é que a norma *supra* exposta afigura-se exageradamente complexa e restritiva, parecendo-nos que a sua utilidade prática está fortemente limitada.

De facto, por um lado, a norma exige a verificação de dolo ou negligência grave por parte da agência de notação. Tal requisito acaba por fazer desta uma solução redundante, visto que, mesmo na ausência do novo preceito, os casos de fraude, dolo e negligência grosseira, atenta a sua gravidade, sempre exigiriam uma resposta por parte do Direito⁶⁰. Ademais, repare-se que nos termos do artigo 35.º-A, o dolo ou negligência grave referem-se ao cometimento de uma das infrações enumeradas no Anexo III do Regulamento, cabendo o ónus da prova dessa infração ao lesado⁶¹.

Acresce que o n.º 5 daquele preceito permite às agências de notação a limitação da sua responsabilidade, desde que tal limitação seja “razoável e proporcionada” e “autorizada pela lei nacional aplicável”. Esta solução não nos parece acertada, na medida em que, desta forma, o legislador europeu veio permitir que o eventual infrator limite unilateralmente o alcance da sua potencial responsabilidade perante terceiros. Teria sido porventura melhor estabelecer eventuais limites ao *quantum* indemnizatório na própria norma⁶².

Em face do espartilho a que o Regulamento n.º 462/2013 sujeita os eventuais lesados, continua a ser pertinente a busca por outras soluções jurídicas que possam suprir as insuficiências deste regime. Tal busca afigura-se profícua, uma vez que o próprio Regulamento prevê que “os Estados-Membros deverão poder manter regimes nacionais de responsabilidade civil mais favoráveis aos investidores ou emitentes ou que não se baseiem na violação do Regulamento (CE)

59- Embora nos possamos questionar se o grau de harmonização não terá ficado aquém do necessário, atenta a amplitude das questões que se deverão reger pela lei nacional aplicável – ex., a definição do que se deverá entender por “dano”, “dolo”, “negligência grave”, “dependência razoável”, “prudência devida”, “impacto”, “razoabilidade” e “proporcionalidade”. Isto poderá conduzir a divergências interpretativas bastante significativas entre os tribunais europeus e a uma eventual fragmentação da regulação europeia nesta matéria, como alerta BRIGITTE HAAR – ob. cit., p. 18.

60- *Vd.*, no ordenamento jurídico norte-americano, a respeito da possibilidade de responsabilizar as agências de notação de risco em situações nas quais seja demonstrável a existência de dolo/fraude, o caso *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Inc.*, 651 F.Supp2d 155, 171 (SDNY 2009), e a análise do mesmo por JOHN CRAWFORD – «Hitting the Sweet Spot by Accident: How Recent Lower Court Cases Help Realign Incentives in the Credit Rating Industry», *Conn. L. Rev.*, Vol. 42, 2009, p. 13-23. A respeito da inclusão de negligência grosseira na norma, constata GERHARD WAGNER – *Gatekeeper Liability...* ob. cit., p. 26, o seguinte: “*While fraud requires proof of intentional wrongdoing, the Commission proposes to include gross negligence. Compared to the state of current law, this means little progress, as courts have been willing to interpret the concept of intention broadly so as to include situations where the wrongdoer closed his eyes to the circumstances*”. Veja-se que, em França, após a adoção do Regulamento n.º 1060/2009, optou-se por instituir um regime de responsabilidade menos limitativo do que aquele que veio a resultar do Regulamento n.º 462/2013, conforme se constata pelos termos da *Loi n.º 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière*. O art. 10.º deste diploma veio consagrar para as CRA um mecanismo de “*responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l’égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n.º 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009*”. Sobre esta norma, *vd.* MATHIAS AUDIT – «Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation», *Rev. Crit. DIP*, tomo 100, n.º 3, 2011, p. 581-602.

61- Note-se que a Proposta legislativa inicial da Comissão Europeia previa uma inversão do ónus da prova dentro de certos limites, em benefício dos investidores, mas essa opção foi afastada pelo Conselho da União Europeia e pelo Parlamento Europeu – cf. CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA – *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, General approach*, Interinstitutional File 2011/0361 (COD), Bruxelas, 25 de maio de 2012; e PARLAMENTO EUROPEU – *Report on the proposal of Aug. 23, 2012, for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies* (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)), 23 de agosto de 2012, A7-0221/2012.

62- Com propostas neste sentido, *vd.* GERHARD WAGNER – «Die Haftung Von Ratingagenturen... ob. cit., p. 495; BRIGITTE HAAR – ob. cit., p. 21; JEFFREY MANNS – «Rating Risk after the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability», *NCLR*, Vol. 87, 2009, p. 1011-1090; STEVEN HARPER – «Credit-rating agencies deserve credit for the 2007-2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of the Dodd-Frank Act», *Wash. & Lee L. Rev.*, Vol. 68, Issue 4, p. 1925-1972, p. 1968 ss.; e FRANK PARTNOY – «Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee», *B.U. L. Rev.* Vol. 84, 2004, p. 365 ss..

n.º 1060/2009”⁶³. Passaremos pois a aferir se não existirá já, no nosso ordenamento jurídico, *de iure constituto*, o suporte legal necessário para efetivar a tutela ressarcitória dos investidores.

DA REPARAÇÃO DO DANO ECONÓMICO

Na medida em que a responsabilidade civil constitui um desvio ao princípio *casum sensit dominus*, carece de ser justificada a imposição a alguém da obrigação de indemnizar⁶⁴ e torna-se necessário encontrar para tal um título de imputação do dano⁶⁵. Ora, no que respeita às sociedades de notação de risco, não existe uma norma específica na legislação portuguesa onde assentar a sua responsabilidade civil. Assim sendo, voltamo-nos para os termos gerais deste instituto.

Tem-se admitido, tradicionalmente, uma bipolarização entre modelos de responsabilidade

civil delitual e obrigacional⁶⁶. Afastando alguma imprecisão terminológica recorrente⁶⁷, dir-se-á que o primeiro assenta na violação de deveres genéricos de respeito, normas de proteção e *Tatbestände* (tipos) específicos⁶⁸, enquanto o segundo pressupõe o incumprimento de obrigações em sentido técnico, emergentes de contratos, negócios unilaterais ou da lei⁶⁹.

Como subjacente à nossa exposição está o modelo *issuer-pays*, torna-se patente que a relação entre agência de notação e investidor – diversamente da relação entre agência de notação e emitente – não assume natureza obrigacional. Ora, dado que o contrato celebrado entre sociedade de notação e emitente não pretende atribuir qualquer direito a terceiros, nos termos dos arts. 443.º ss. do CCiv⁷⁰, de acordo com o princípio da relatividade previsto no art. 406.º, n.º 2 do CCiv, não se afigura à partida possível uma imputação de responsabilidade tendo por referência o contrato⁷¹.

63- Cf. Considerando 35.

64- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Direito Civil. Responsabilidade Civil...* ob. cit., p. 60 ss. e HEINRICH EWALD HÖRSTER – «Esboço esquemático sobre a responsabilidade civil de acordo com as regras do Código Civil», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 323-338.

65- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 16.

66- Para uma diferenciação entre responsabilidade aquiliana e obrigacional *vd.*, por exemplo, GALVÃO TELLES – *Direito das Obrigações*, 7.ª ed. reimp., Coimbra: Coimbra Editora, 2010, p. 211 ss. e ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações*, 12.ª ed., Coimbra: Almedina, 2011, p. 539 ss. Note-se que, apesar da dicotomia aqui expressa, existe uma tendência unificadora da responsabilidade civil, que tem conhecido entre nós muitos adeptos. Por todos, *vd.* PESSOA JORGE – *Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil*, reimp, Coimbra: Almedina, 1999, p. 40 ss. e ROMANO MARTINEZ – *Cumprimento Defeituoso em Especial na Compra e Venda e na Empreitada*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2001, p. 232 ss.

67- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 21.

68- Sobre esta modalidade, *vd.* por todos ANTUNES VARELA – *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 10.ª ed., Coimbra: Almedina, 2012, p. 525 ss.

69- Sobre esta modalidade, *vd.* por todos BRANDÃO PROENÇA – *Lições de cumprimento e não cumprimento das obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 218 ss.

70- *Vd.* DELFIM VIDAL SANTOS – «As agências de notação de risco e a crise financeira planetária», *RDS* (III) n.º 1, 2011, p. 137-168, p. 159.

71- Não estamos sequer perante uma daquelas situações em que alguma doutrina admite a “*eficácia externa*” da relação obrigacional. Sobre este tema altamente controverso, *vd.*, entre outros, VAZ SERRA – «Responsabilidade de terceiros no não-cumprimento de obrigações», *BMJ*, n.º 85, 1959, p. 345-360; SANTOS JÚNIOR – *Da responsabilidade civil de terceiro por lesão do direito de crédito*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2003; ALMEIDA COSTA – «A eficácia externa das obrigações. Entendimento da doutrina clássica», *RLJ*, Ano 135.º, 2006, p. 130-136; MENEZES CORDEIRO – «Eficácia externa dos créditos e abuso de direito», *OD*, Ano 141, I, 2009, p. 29-108; e IDEM – «Eficácia externa: novas reflexões», *OD*, Ano 141, IV, 2009, p. 779-799.

Impõe-se então analisar a viabilidade de uma solução delitual, nos termos do art. 483.º, n.º 1 do CCiv⁷², o qual permite o ressarcimento de danos na ausência de relacionamentos específicos – *maxime*, contratos – entre os sujeitos. Neste âmbito, a par de outros pressupostos⁷³, a responsabilidade civil assenta numa de duas variantes de ilicitude⁷⁴: a violação ilícita do “direito de outrem” (art. 483.º/1, 1.ª parte) ou de “qualquer disposição legal destinada a proteger interesses alheios” (art. 483.º/1, 2.ª parte).

A verificação da primeira das situações *supra* referidas corresponde à ofensa de um direito subjetivo em sentido material⁷⁵. Não existindo naturalmente um direito subjetivo de realizar bons investimentos ou de obter *ratings* de qualidade⁷⁶, torna-se patente que os prejuízos sofridos

por investidores resultantes de informações erróneas das CRA ocorrem sem prévia violação de um direito ou bem absolutamente protegido. Situam-se, pois, no campo do puro dano económico⁷⁷.

Ora, o art. 483.º não permite, com carácter de generalidade, a ressarcibilidade dos danos derivados da lesão de puros interesses patrimoniais em sede delitual⁷⁸. As lesões patrimoniais que não envolvam a ofensa de uma posição jurídica absolutamente protegida só darão, em regra, lugar a uma obrigação de indemnizar dentro de pressupostos relativamente estritos, que se movem no âmbito das normas de proteção referidas na segunda modalidade de ilicitude do art. 483.º, n.º 1⁷⁹. Tais pressupostos assentam no preenchimento cumulativo de três requisitos⁸⁰, que ora se enunciam:

72- Assim o entende na doutrina italiana CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 804 ss..

73- *Vd.* PESSOA JORGE – ob. cit., p. 52 ss.; ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações...* ob. cit., p. 557 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo III, Coimbra: Almedina, 2010, p. 429 ss.

74- CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção», *Separata do BFDUC*, 1994, p. 132 ss. opta a este propósito por uma ótica de previsões de responsabilidade e não de modalidades de ilicitude. SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade Delitual. Da Ilicidade», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 453-481, desenvolve o tema partindo da distinção que consagramos no texto. A propósito da nossa cláusula geral limitada de ilicitude, *vd.* VAZ SERRA – «Requisitos da responsabilidade civil», *BMJ*, n.º 92, 1960, p. 37-136., p. 65 ss.; PINTO OLIVEIRA – «Sobre o conceito de ilicitude do art. 483.º do Código Civil», *Estudos em homenagem a Francisco José Velozo*, Braga: Universidade do Minho/Associação Jurídica de Braga, 2002, p. 521-544 e RITA AMARAL CABRAL – «A Tutela Delitual do Direito de Crédito», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora: Coimbra, 2001, p. 1025-1053 ss., p. 1030 ss.

75- A expressão “direito de outrem” constante do art. 483.º/1, 1.ª parte deve ser identificada com a de “direito subjectivo”, não se admitindo, nesta sede, a tutela de danos puramente patrimoniais (*pure economic loss*), como referem, p. ex., SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 182; ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 533 ss.; CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 174 ss.; e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I – *Introdução. Da Constituição das Obrigações*, 9.ª ed., Coimbra: Almedina, 2010, p. 301 ss. Sobre o conceito de direito subjetivo, *vd.* BAPTISTA MACHADO – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 88 ss.

76- Neste sentido, *vd.* DELFIM VIDAL SANTOS – ob. cit., p. 159.

77- Estaremos perante danos puramente económicos se existe uma perda económica ou patrimonial, sem que se verifique uma prévia lesão de direitos subjetivos absolutamente protegidos, como refere CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2004, p. 238 ss. Sobre este tema, *vd.* MARIA PESTANA DE VASCONCELOS – «Algumas questões sobre a ressarcibilidade delitual de danos patrimoniais puros no ordenamento jurídico português», *Novas Tendências da Responsabilidade Civil*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 147-206.

78- *Vd.* SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 193 ss.; e CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 238 ss. e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A responsabilidade civil do banqueiro perante os credores da empresa financiada», *Studia Iuridica*, N.º 75, Coimbra, 2003, p. 50 ss. Já ADELAIDE MENEZES LEITÃO – *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2009, p. 634 ss., não crê que o legislador tenha conscientemente visado restringir a indemnização de danos puramente patrimoniais.

79- São normas de protecção, como tem sido considerado pela doutrina, aquelas que, embora protejam interesses particulares, não conferem aos respetivos titulares um direito subjetivo e aquelas que, tendo também ou até principalmente em vista a protecção de interesses coletivos, não deixam de atender aos interesses particulares subjacentes. A este respeito, *cf.* ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 536; VAZ SERRA – «Requisitos da responsabilidade civil», *BMJ*, n.º 92, 1960, p. 37-136., p. 72 ss.; e PESSOA JORGE – ob. cit., p. 302 ss.

80- *Vd.* ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 539 ss. e PESSOA JORGE – ob. cit., p. 40 ss., p. 302 ss. Na literatura estrangeira, *cf.* CLAUSS WILHELM CANARIS – «Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten», *Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag*, Munique: Beck, 1983, p. 27-110, p. 45 ss.

- (1) violação de determinada norma legal⁸¹;
- (2) cuja finalidade inclua a tutela dos interesses particulares⁸²;
- (3) verificando-se um dano no círculo de interesses que a norma visa tutelar⁸³.

Ora, tendo em conta que a proteção dos investidores se inclui entre os objetivos associados à regulação do mercado de valores mobiliários⁸⁴, na nossa doutrina, alguns autores optam por considerar as disposições constantes do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 como normas de proteção em face das agências de *rating*⁸⁵, permitindo aos investidores alicerçar pretensões indemnizatórias na violação das suas disposições. Compreende-se que assim seja, uma vez que tal parece resultar do reiterado objetivo de proteção dos investidores e dos consumidores que consta dos seus preceitos⁸⁶.

Esta posição, aliás, veio a ser acolhida pelo legislador europeu, com a publicação do Regulamento n.º 462/2013, embora o tenha feito em menor grau, ao exigir a verificação de dolo ou negligência grave no cometimento de alguma das infrações enumeradas no seu Anexo III.

RESPONSABILIDADE POR INFORMAÇÕES

Por outro lado, no nosso direito civilístico, encontramos no art. 485.º do CCiv uma norma que disciplina o regime da responsabilidade civil por simples conselhos, recomendações ou informações, nos termos da qual o nosso legislador entendeu que deve caber ao recetor suportar os riscos da decisão de se determinar ou não por eles⁸⁷. Assim, o n.º 1 da referida norma estabelece uma regra geral de irresponsabilidade “*ainda que haja negligência*” do prestador e o

81- Para SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 246 ss., uma norma de proteção deve, pelo menos, resultar de uma lei em sentido material que proíba um comportamento (ação ou omissão). ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 753 ss., considera que não só as normas proibitivas, mas também as impositivas podem constituir disposições de proteção. Também neste sentido, *vd.* MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*... ob. cit., p. 451 ss..

82- *Vd.* ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 629 ss. (“*não é exigível que a protecção individual seja o único escopo da norma*”). Conforme salienta MENEZES CORDEIRO – *Direito das Obrigações*, 2.º Vol., reimp., Lisboa: AAFDL, 1994, p. 344 ss., importa aferir se na norma existe uma intenção de proporcionar uma tutela ao indivíduo, quer em si mesmo, quer inserido na coletividade e independentemente de visar cumulativamente a tutela desta.

83- Exclui-se a indemnização relativamente a outros danos, ainda que provocados pelo desrespeito da norma, como refere MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... ob. cit., p. 306 ss.

84- Cf. PAULO CÂMARA – «Regulação e Valores Mobiliários», *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 127-186, p. 129 ss. O mesmo autor destaca que o elenco de normas dirigidas à proteção dos investidores é extenso, cobrindo os deveres de informação previstos no CVM. A esse respeito, *vd.* ainda OLIVEIRA ASCENSÃO – «A protecção do investidor», *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, 2003, p. 13-40 (na p. 14: “*O Código dos Valores Mobiliários revela uma preocupação acentuada com a protecção do investidor*”).

85- Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores...» ob. cit., p. 27. Note-se que, à semelhança de ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 398 ss., pensamos que as normas dos regulamentos comunitários, como gozam de aplicabilidade directa, “*são susceptíveis de configurarem em abstracto normas de protecção, necessitando de uma avaliação em concreto sobre esse carácter de protecção*”.

86- Este Regulamento, até à redação introduzida pelo Regulamento (CE) n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011, previa mormente medidas preventivas e sanções administrativas, não regulando directamente a questão da tutela privada *ex post*. No entanto, nos termos do seu Considerando 69, “*Sem prejuízo da aplicação das presentes disposições de direito comunitário, qualquer reivindicação apresentada contra agências de notação de risco por violação das disposições do presente regulamento deverá ser feita nos termos da legislação nacional aplicável em matéria de responsabilidade civil*”. Veja-se ainda que, segundo o Considerando 7, o principal objetivo do diploma “*é proteger a estabilidade dos mercados financeiros e os investidores*” e que o objeto das suas disposições inclui (cf. art. 1.º) a garantia de “*um elevado nível de protecção dos consumidores e dos investidores*”.

87- Cf. VAZ SERRA – «Abuso do direito (em matéria de responsabilidade civil)», *BMJ*, n.º 85, 1959, p. 243-343, p. 285 e ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 550.

n.º 2 do artigo prevê um elenco aparentemente taxativo de situações (três) em que pode haver responsabilidade⁸⁸.

Será conveniente ter em conta as diferenças que a norma apresenta face ao anteprojeto de VAZ SERRA⁸⁹, uma vez que o legislador português optou por não consagrar como exceções à irresponsabilidade por simples conselhos, recomendações ou informações os casos em que houvesse o dever de “*proceder diligentemente*” ao dar a informação ou quando a informação fosse fornecida “*com ofensa manifesta da consciência social dominante*”.

Acresce que, embora o art. 485.º permita a responsabilização quando exista um dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e o prestador tenha procedido com negligência ou intenção de prejudicar – e esse “*dever jurídico*” poderá resultar de um contrato⁹⁰, como o que subjaz à relação entre CRA e emitente – a ver-

dade é que se tem entendido que a obrigação de indemnizar aproveita à pessoa a quem se esteja vinculado e não a terceiro que eventualmente tenha sido lesado com a informação errónea⁹¹.

Neste contexto, se nos tivéssemos somente ao disposto no art. 485.º, ver-nos-íamos forçados a concluir que, com a exceção dos casos de dolo⁹², estaria excluída a responsabilidade civil das agências de *rating* perante os investidores, fora dos casos em que fosse especificamente aplicável o Regulamento n.º 462/2013.

Todavia, a nossa doutrina tem vindo (e bem) a considerar que este artigo apresenta uma forte incompletude, de tal forma que BAPTISTA MACHADO, por exemplo, advogou a interpretação extensiva do n.º 2, de modo a permitir a responsabilização do informante que contrai um “*dever de cuidado e protecção*” ao prestar a informação⁹³. SINDE MONTEIRO, numa posição que nos parece acertada, considera que o n.º 2 é meramente enunciativo⁹⁴.

88- Sobre as exceções previstas no n.º 2, *vd.* PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – *Código Civil Anotado*, Vol. I, 4.ª ed., reimp., 2011, anotação ao art. 485.º

89- Cf. a redação constante do anteprojeto em SINDE MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 339.

90- Neste sentido, *vd.* PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – *ob. cit.*, *loc. cit.* e MENEZES LEITÃO – *ob. cit.*, p. 313.

91- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* *ob. cit.*, p. 66 ss. e PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – *ob. cit.*, *loc. cit.*

92- Divergimos, pois, do entendimento de PESSOA JORGE – *ob. cit.*, p. 311 e ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações...* *ob. cit.*, p. 566, que se pronunciaram no sentido de que a atuação dolosa está abrangida pela exclusão de responsabilidade prevista no n.º 1. Pensamos que a razão está com quem exclui a irresponsabilidade quando o agente atua com *animus decipiendi* ou *nocendi*, como MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português...* *ob. cit.*, p. 567; MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... *ob. cit.*, p. 314 e CARLOS COSTA PINA – *ob. cit.*, p. 156.

93- BAPTISTA MACHADO – «A Cláusula do Razoável», *RLJ*, n.º 120, 1987-88, p. 161-164, p. 164 entende que “*não se pensou na hipótese em que, não obstante não existir um dever jurídico de dar a informação, esta é efectivamente dada, mas com inexactidão e grave negligência, e desta inexactidão resultam prejuízos sérios para quem a solicitou e a recebeu dentro de uma relação de confiança – sendo certo que o informante ao dá-la, estava ciente de tal risco. Também nesta hipótese parece que deve haver obrigação de indemnizar por violação de um ‘dever de protecção e cuidado’*”.

94- *Vd.* SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Colecção Teses, Coimbra: Almedina, 1989, p. 453 e IDEM – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros», *BFDUC*, n.º 73, 1997, p. 35-60, p. 41.

Ora, na senda dos ilustres mestres, entendemos que o preceito em causa faz sentido e justifica-se quando se trata de conselhos, recomendações ou informações dados no quadro de relações de puro obséquio. Não nos parece, aliás, despicienda a adjetivação que o legislador incluiu na norma: “*simples conselhos...*”. Atenta a necessidade de uma integração harmoniosa do sistema, cremos que só devem ser qualificados como “*simples*” aqueles conselhos, recomendações e informações que não forem, em face do nosso Direito, suscetíveis de integrar um fundamento de responsabilidade⁹⁵. Desta forma, consideramos que o artigo 485.º do Código Civil português não permite salvaguardar a notação do risco de crédito levada a cabo por sociedades que a ela se dedicam profissionalmente e não lhes confere a irresponsabilidade própria das simples opiniões, constitucionalmente garantida pelo direito à liberdade de expressão⁹⁶.

DA PROIBIÇÃO DO ABUSO DE DIREITO

Ficando assente que o art. 485.º não preclui a aplicação dos princípios gerais do direito das obrigações, podemos concluir que, mesmo quando não se verifique a violação de uma norma de proteção ou, nos termos do Regulamento

comunitário, o cometimento de uma das infrações previstas no Anexo III, sempre se poderá encontrar fundamento de tutela ressarcitória nos princípios subjacentes à cláusula geral de responsabilidade civil aquiliana consagrada no art. 334.º do CCiv. De facto, ainda que o legislador tenha excluído do art. 485.º o dever de responder com base em “*ofensa manifesta da consciência social dominante*”, não cremos que tenha pretendido consagrar a irresponsabilidade por informações nos casos em que o comportamento do informante se revele manifestamente abusivo⁹⁷.

Mais, note-se que a doutrina dominante entende que a proibição do art. 334.º incide não apenas sobre o exercício abusivo de um direito subjetivo em sentido técnico, mas de quaisquer posições jurídicas, incluindo as passivas⁹⁸. Tem-se mesmo avançado o argumento de que se é ilícito o exercício abusivo e danoso de um direito, por maioria de razão, será de aplicar o instituto aos casos em que o agente nem sequer atua a coberto de um direito subjetivo⁹⁹. E ainda que se entenda que as agências de notação atuam ao abrigo de uma liberdade genérica de agir, estaremos, quando muito, perante uma lacuna que cumpre fechar. Nas palavras de CARNEIRO DA

95- *Vd.* SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 452. Também BAPTISTA MACHADO – ob. cit., p. 163 refere que “*Em princípio, a regra do n.º 1 tem em vista informações dadas fora do contexto de uma actividade negocial ou profissional. Mas já se as informações são dadas neste contexto, parece não ser necessária a assunção (contratual) da responsabilidade, nem a existência de um dever jurídico de dar a informação para que se responda por negligência ou dolo*”. Por sua vez, entende AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – «A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil», *RDE*, Ano XIV, 1988, p. 135-165, p. 139, que “*no que concerne à responsabilidade extra-contratual por informações, não se pode dispensar a mesma tutela jurídica a um destinatário de uma informação, quando esta provenha de alguém especialmente qualificado para a fornecer (...) ou quando provenha de um leigo, colocando-se a questão ao nível da ilicitude e não da culpa*”.

96- Assim também CARNEIRO DA FRADA – «Sociedades e notação de risco (rating)...», ob. cit., p. 345.

97- Neste sentido *vd.* PESSOA JORGE – ob. cit., p. 311 ss. Aliás, o instituto do abuso de direito tem mesmo particular relevo nesses casos onde a prestação de informações cause danos puramente patrimoniais, sem que exista violação de um direito subjetivo ou de uma disposição legal de protecção, como relata SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 547. Sendo certo que HEINRICH EWALD HÖRSTER – *A Parte Geral...* ob. cit., p. 288, entende que, no setor dos danos puramente patrimoniais, “*não deve ser possível recorrer ao art. 334.º para fundamentar obrigações de indemnização*”, cremos que a razão está com CUNHA DE SA – *Abuso do Direito*, Coimbra: Almedina, 2005, p. 637 ss., quando este autor afirma que, havendo: (i) ato abusivo; (ii) dano; (iii) culpabilidade e (iv) nexo de causalidade entre o dano e o ato abusivo, há dever de indemnizar.

98- *Vd.* MENEZES CORDEIRO – «Do abuso do direito: estado das questões e perspectivas», *ROA*, Ano 65, Vol II, setembro de 2005, p. 327-385, p. 331, CUNHA DE SA – ob. cit., p. 621 e SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade Delitual. Da ilicitude...» ob. cit., p. 462.

99- *Vd.* FERRER CORREIA & VASCO LOBO XAVIER – «Efeito Externo das Obrigações; Abuso do Direito; Concorrência Desleal», *RDE*, Ano V, 1979, p. 3-19, p. 12.

FRADA, a “concretização de um princípio de tutela delitual do mínimo ético jurídico” determina a existência de uma “proibição genérica de condutas danosas contrárias aos bons costumes”¹⁰⁰.

Ora, uma vez que o abuso de direito se configura em três modalidades – excesso manifesto¹⁰¹ dos limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou económico do direito –, importa verificar qual destas vertentes poderia aqui relevar. Sendo certo que a modalidade do fim económico ou social só influi em alguns domínios, que não aquele de que nos ocupamos¹⁰², resta-nos atentar nas vertentes da boa fé e dos bons costumes.

Quanto à primeira, trata-se de um conceito indeterminado¹⁰³, que surge como uma via para permitir ao sistema “reproduzir, melhorar, cor-

rigir e completar as suas soluções”¹⁰⁴ e concretizar os princípios da primazia da materialidade subjacente e da tutela da confiança¹⁰⁵. Porém, a doutrina tem entendido que a boa fé tem escassa utilidade delitual, uma vez que a sua aplicação pressupõe, em regra, a prévia existência de uma “relação específica entre pessoas determinadas”, exprimindo um “parâmetro qualificado de conduta”, reclamado no âmbito de “relacionamentos específicos”¹⁰⁶.

Mais relevante poderá ser então a contrariedade aos bons costumes¹⁰⁷, através da qual a responsabilização civil das CRA dependeria de dois elementos¹⁰⁸: a maior ou menor conformidade da sua conduta com aquilo que, nas circunstâncias, é objetivamente de exigir no tráfico¹⁰⁹ e a representação e atitude da agência face ao resultado danoso. Ora, segundo SINDE MONTEIRO,

100- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 61 ss. Com um entendimento diverso, *vd.* HEINRICH EWALD HÖRSTER – ob. cit., p. 287. Mesmo assim, este último autor admite, ainda que com algumas dúvidas, a aplicação analógica do art. 334.º ao mau emprego de faculdades, liberdades e poderes.

101- Muito citado, MANUEL DE ANDRADE – *Teoria Geral das Obrigações*, 3.ª ed., Coimbra: Almedina, 1966, p. 63, explica este conceito nos seguintes termos: “de modo particularmente escandaloso para a consciência jurídica dominante”, “quando tal injustiça atingiria proporções intoleráveis para o sentimento jurídico imperante”, “casos de pressão violenta da consciência jurídica” e “termos clamorosamente ofensivos da justiça”. Sobre a conceção objetiva do abuso de direito, *vd.* ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 545 ss e HEINRICH EWALD HÖRSTER – ob. cit., p. 282.

102- *Vd.* SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 462 e CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 52.

103- Sobre a sua relevância no abuso de direito, *vd.* MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coleção Teses, 4.ª reimpr., Coimbra: Almedina, 2011, p. 898 ss.

104- *Vd.* IDEM – «Do abuso do direito»... ob. cit., p. 378 ss. e 382 ss.

105- A tutela da confiança tem sido associada ao abuso de direito pela nossa jurisprudência, como se pode ver nos acórdãos do STJ de 01-03-2007, Proc. 06A4571 e de 11-01-2011, Proc. 627/06.7TBAMT.P1 e do TRL, de 13-10-2011, Proc. 1655/09.6TBCSC.L1-2 (todos in www.dgsi.pt). Na doutrina, *vd.* BAPTISTA MACHADO – «Tutela da confiança e venire contra factum proprium», *Obra Dispersa I*, Braga, 1991, p. 345-423, p. 385 ss. e CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança*... ob. cit., p. 839 ss.

106- *Vd.* ORLANDO DE CARVALHO – *Teoria Geral do Direito Civil/Sumários desenvolvidos para uso dos alunos do 2.º ano Jurídico de 1980/81*, ed. policopiada, Coimbra, 1981, p. 55 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé*... ob. cit., p. 647 ss., p. 1223. Note-se, em abono desta posição, que as outras disposições que, no Código Civil, prescrevem a boa fé como regra de conduta, referem-se a contextos relacionais (cf. arts. 227.º, n.º 1, 275.º, n.º 2, 437.º, n.º 1 e 762.º, n.º 2). Veja-se, contudo, que a jurisprudência suíça tem alicerçado no princípio da boa fé a responsabilidade por prestação de informações erróneas fora do âmbito contratual, por via de ligação da *bona fide* à *Vertrauenshaftung* – cf. MYRIAM SENN & RITA TRIGO ANDRADE – *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*, 2006, (in <http://www.uu.nl>), p. 18 ss.

107- Sobre a figura, *vd.* VAZ SERRA – «Abuso do direito»... ob. cit., p. 302 ss. e CUNHA DE SÁ – ob. cit., p. 188 ss.

108- Cf. SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos*... ob. cit., p. 552 ss.

109- Segundo CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 55 ss., diversamente da boa fé, os bons costumes não pressupõem nenhum contexto relacional e exprimem “uma referência a padrões de conduta mínimos a observar pelos sujeitos, estejam ou não inseridos em relações contratuais”. Este autor também entende que, perante uma atuação no espaço económico dos mercados, o abuso de direito por contrariedade aos bons costumes aproxima-se da noção dos usos honestos do comércio, pelo que se poderá dizer que age contra os bons costumes aquele que atua de forma desonesta no espaço económico.

se um perito “dá uma informação errada com violação grosseira de ‘regras da arte’ basilares, parece poder entender-se que o acto é ofensivo dos bons costumes. E se sabia que a falsidade podia causar prejuízos a um terceiro, aceitando este resultado (*dolus eventualis*), poderá ser obrigado a reparar o dano”¹¹⁰.

Atente-se, ainda, num dado importante: uma vez que o texto da lei, ao contrário do § 826 do *BGB*¹¹¹, não impõe a verificação de dolo (apenas exige que o “excesso” seja “manifesto”), nada parece impedir que – para o preenchimento do requisito da culpa no âmbito da responsabilidade civil com base no abuso de direito – baste a existência de negligência grave ou grosseira, se tal for a solução mais justa¹¹². Nesta medida, a violação grave dos deveres profissionais das agências de *rating*, que origine danos puramente patrimoniais para os investidores, pode ser ofensiva dos bons costumes, conquanto o modo como a lesão for perpetrada revele, pelo menos, uma intolerável insensibili-

dade em face do risco a que ficaram sujeitos os aforradores.

UMA “TERCEIRA VIA” DE RESPONSABILIDADE CIVIL

Uma vez que a responsabilidade civil com fundamento no abuso de direito por contrariedade aos bons costumes envolve requisitos qualificados, quer quanto à conduta, quer quanto à culpa, cuja fasquia é especialmente elevada, resta saber se não poderemos ainda encontrar uma forma de imputação de danos assente na mera culpa, agora fora dos campos tradicionais do contrato ou do delito. A este propósito, têm vindo a ser doutrinariamente erigidas novas categorias de responsabilidade civil, de modo a ocupar a “terra de ninguém” entre os modelos aquiliano e obrigacional¹¹³. Dada a impossibilidade de prolongarmos a nossa exposição, optamos por nos cingir a uma figura que nos parece à partida aplicável em caso de *ratings* solicitados: a da *culpa in contrahendo*¹¹⁴.

110- *Vd.* SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros»... *ob. cit.*, p. 44.

111- Sobre o abuso de direito no direito alemão, *vd.* CUNHA DE SÁ – *ob. cit.*, p. 59 ss.

112- SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos*... *ob. cit.*, p. 559 ss., refere que “não só a informação conscientemente falsa (...) tem sido considerada contra os boni mores. Esta contrariedade pode já ser de afirmar se não foi conhecida a falsidade da informação, o ser errado e indutor em erro o conselho ou a recomendação, mas isso acontece porque o agente actuou ‘leviana e inconscientemente’ (...) Pressuposto da responsabilidade (e da ofensa dos bons costumes) tem sempre de ser a cognoscibilidade, por parte da pessoa que informa, da relevância ou importância da informação para quem a recebe, nomeadamente que este a pretende tomar como base para uma disposição de carácter patrimonial”. *Contra*, *vd.* VAZ SERRA – «Abuso do direito»... *ob. cit.*, p. 325 ss.; RIBEIRO DE FARIA – *Direito das Obrigações*, Vol. I, Coimbra: Almedina, 1990, p. 46 e ANTUNES VARELA – *ob. cit.*, p. 549.

113- *Assim*, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 24 ss.; SINDE MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 508 ss. e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... *ob. cit.*, p. 367 ss. Rejeitando esta teorização, *vd.* por todos GALVÃO TELLES – *ob. cit.*, p. 74 ss.

114- Sobre este instituto, *vd.* MOTA PINTO – «A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos», *BFDUC*, suplemento 14, 1966, p. 143-250; MANUEL GOMES DA SILVA & RITA AMARAL CABRAL – «Responsabilidade pré-contratual», *OD*, n.º 127, 1995, p. 439-461; ANA PRATA – *Notas Sobre Responsabilidade Pré-Contratual*, Coimbra: Almedina, 2002 e DÁRIO MOURA VICENTE – «Culpa na formação dos contratos», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 265-284. Note-se que a qualificação deste instituto é controversa. Por exemplo, ALMEIDA COSTA – *Responsabilidade civil pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato*, Coimbra: Coimbra Editora, 1984, p. 53, opta pela qualificação delitual. MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual*. Coleção Teses, reimp., Coimbra: Almedina, 2003, p. 351; GALVÃO TELLES – *ob. cit.*, p. 72 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo II, Coimbra: Almedina, 2010, p. 646 entendem enquadrar o instituto na responsabilidade civil obrigacional. Numa orientação favorável à tese de uma responsabilidade não delitual e não obrigacional, *cf.* CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 257 ss. e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... *ob. cit.*, p. 377.

De acordo com este instituto, previsto no art. 227.º do CCiv, a parte lesada tem direito ao ressarcimento desde que o comportamento do lesante tenha sido ilícito e culposo¹¹⁵. O requisito da ilicitude prescinde aqui da violação de direitos subjetivos ou normas de proteção, incidindo antes no desrespeito de certos deveres de conduta, impostos pelo princípio da boa fé¹¹⁶ àqueles que encetam negociações com vista à eventual celebração de um contrato. A violação desses deveres de conduta¹¹⁷ determina o ressarcimento dos danos culposamente causados, incluindo os puramente patrimoniais¹¹⁸.

MENEZES CORDEIRO enuncia que do princípio da boa fé no âmbito pré-contratual decorrem três tipos de deveres: de proteção, lealdade e informação¹¹⁹. Quanto ao último, tem-se entendido que intenta contra a boa fé pré-contratual não só aquele que omite danos relevantes para a

formação da vontade da contraparte, mas também quem presta informação enganosa que influencia a formação dessa vontade¹²⁰. Em causa está ainda a violação de um dever de cuidado com o património de outrem¹²¹.

Ora, a doutrina tem vindo a defender que tais exigências se estendem a terceiros que atuem no processo negocial, mas que não serão partes no contrato a celebrar (*maxime*, peritos como auditores financeiros, advogados, revisores oficiais de contas, etc.)¹²². Nas palavras de CARNEIRO DA FRADA, “*se esses profissionais concitaram a confiança da contraparte na relação de formação do contrato, então estão vinculados a uma actuação de boa fé. E mais: pensamos que se constitui então entre eles uma relação jurídica que se traduz na necessidade de observância de deveres de lealdade, informação e veracidade*”¹²³.

115- *Vd.* AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – ob. cit., p. 146. Quanto à distribuição do ónus da prova, cf. SÓNIA MOREIRA – «O Ónus da Prova na Responsabilidade Pré-Contratual por Violação de Deveres de «Informação», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 281-296.

116- *Vd.* MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual*. Coleção Teses, reimp., Coimbra: Almedina, 2003, p. 337 ss.

117- Sobre as modalidades da sua violação, *vd.* GALVÃO TELLES – ob. cit., p. 71 ss.

118- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 96 ss. Sobre a reparação dos danos neste contexto, *vd.* RITA AMARAL CABRAL – «A responsabilidade por prospecto e a responsabilidade pré-contratual. Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993», *ROA*, ano 55, janeiro de 1995, p. 191-223, p. 216 ss. Quanto à amplitude dos danos ressarcíveis seguimos de perto a posição de CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* ob. cit., p. 494 ss., nota 527.

119- *Vd.* MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé...* ob. cit., p. 547 ss.

120- *Vd.* por todos o acórdão do TRC de 18-01-2011, Proc. 1548/08.4TBGRD.C1 (*in* www.dgsi.pt). Sobre os deveres de informação na responsabilidade pré-contratual, vejam-se MARIANA FONTES DA COSTA – «O dever pré-contratual de informação», *RFDUP*, Vol. 4, 2007, p. 367-394 e SÓNIA MOREIRA – *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação*, reimp., Coimbra: Almedina, 2006.

121- Neste sentido, *vd.* MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual...* ob. cit., p. 339 ss., nota 2 e AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – ob. cit., p. 144. Note-se, contudo, que, tratando-se de uma informação que contém um juízo ou uma valoração (e portanto com uma dose assinalável de subjetivismo), o dever de diligência não se confunde com o de produzir uma informação exata, mas apenas de cuidado na sua preparação e emissão.

122- *Vd.* MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé...* ob. cit., p. 546 ss e 633 ss; SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 54 ss e SÓNIA MOREIRA – *As Relações entre a Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo). O Caso da Indução Negligente em Erro*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010, p. 290 ss. Com efeito, diz-nos Joaquim de SOUSA RIBEIRO – «Responsabilidade pré-contratual – Breves anotações sobre a natureza e o regime», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 745-767, p. 758 ss., que o alargamento do âmbito subjetivo da responsabilidade a terceiros tem plena justificação “*quando a sua intervenção tenha fundadamente constituído, para o lesado, um autónomo factor de confiança, pela credibilidade e competência, que o próprio reivindica e o mercado lhe reconhece, ligadas, designadamente, à sua qualificação profissional, de que retira proveitos*”.

123- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 99 ss. Também AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – ob. cit., p. 148 ss. refere que não é necessária a vontade de vinculação ao eventual contrato para se ficar obrigado aos deveres de conduta, uma vez que os mesmos assentam pura e simplesmente no princípio da confiança. Sobre o alargamento do raio de ação da culpa *in contrahendo ex vi* pensamento da confiança, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* ob. cit., p. 115 ss. Para uma exposição sobre esta matéria no âmbito do Direito alemão, *vd.* SÓNIA MOREIRA – «Algumas notas sobre a reforma do BGB no âmbito da responsabilidade pré-contratual: o § 311», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 869-889, p. 882 ss.

Nestes termos, a ilicitude da conduta da agência de notação de risco ao fornecer informações inexatas aos investidores residiria na violação destes deveres de conduta, livremente assumidos aquando da decisão de informar¹²⁴. Não se trata aqui de exigir a veracidade do conteúdo das classificações de *rating*, mas sim de cuidado com as consequências que irão produzir na esfera dos recetores¹²⁵.

Contudo, a responsabilização do informante exige que entre ele e o lesado exista uma ligação especial, um vínculo específico (*Sonderverbindung*)¹²⁶. Conforme refere CARNEIRO DA FRADA, “*essa responsabilidade requer que o terceiro prejudicado por ter confiado no parecer se inclua precisamente no círculo daqueles a quem o parecer aparecia como destinado*”, uma vez que não é razoável pretender que o informante responda “*por um tempo afinal indeterminado, perante uma classe indeterminada de sujeitos*”¹²⁷. Perante estas considera-

ções, poder-se-á entender que as agências de notação só poderão ser responsabilizadas por *culpa in contrahendo* quando os *ratings* forem destinados a um grupo específico de investidores (ex., *private placement*).

No entanto, mesmo este limite poderá ser superado se se aceitar a necessidade de discriminar entre *culpa in contrahendo* e proteção pela confiança¹²⁸. De facto, quem advoga que a responsabilidade pela confiança é autonomizável daquela decorrente da infração de regras do agir, está em condições de superar as restrições acima referidas e estender a proteção de expectativas a situações em que os destinatários são, à partida, indeterminados¹²⁹. Na verdade, advogando-se a autonomização da tutela da confiança, poder-se-á sustentar que, quando o terceiro (a agência de *rating*) intervém voluntariamente no processo pré-contratual, assume uma posição da qual resulta uma relação de confiança com o lesado.

124- E uma vez que estamos perante uma norma imperativa, as cláusulas de limitação de responsabilidade vulgarmente instituídas pelas CRA não podem excluir esses deveres de conduta ligados ao princípio da boa fé (art. 227.º do CCiv). Assim, *vd.* PINTO MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 121 ss.

125- Como refere CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 482 ss., a responsabilidade decorrente das declarações dos sujeitos no processo negocial não se destina à reparação do dano consistente na defraudação de expectativas, mas trata-se simplesmente de uma “*responsabilidade pela causação indevida de uma confiança alheia*”.

126- *Vd.* IDEM – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 229 ss. Sobre o conceito de relação específica, *vd.* SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* *ob. cit.*, p. 496 ss. e JÜRGEN SCHMIDT – «Sonderverbindungen» – Eine Problemskizze», *Gedächtnisschrift für Dietrich Schultz*, Colónia: Heymanns, 1987, p. 341-375.

127- *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* *ob. cit.*, p. 107, numa clara alusão à famosa citação do juiz Cardozo, no caso *Ultramares Corporation v. Touche* 174 N.E. 441, 444 (1931).

128- Uma solução defendida por CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 522 ss. Em concreto sobre o caso que ora tratamos, *vd.* IDEM – «Sociedades e notação de risco (*rating*)...» *ob. cit.*, p. 345. Ainda com interesse para esta questão, consulte-se CLAUWILHELM CANARIS – «Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten», *ZHR*, Vol. 163, 1999, p. 206 ss. Sublinhe-se, contudo, que a maioria da doutrina não opera uma distinção entre as figuras. Note-se, aliás, a posição de OLIVEIRA ASCENSÃO – *Direito Civil/Teoria Geral*, Vol. II. *Ações e factos jurídicos*, 2.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra, 2003, p. 395 ss. e 447 ss., que rejeita o apelo à noção de confiança, quer no âmbito do art. 227.º, quer como instituto autónomo na ordem jurídica portuguesa.

129- A este respeito, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 744 e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores»... *ob. cit.*, p. 26 ss.

À luz deste fundamento, a responsabilidade das agências de *rating* amparar-se-ia na verificação dos seguintes pressupostos: (i) situação efetiva de confiança; (ii) possibilidade de imputar a confiança a determinada agência; (iii) justificação para a confiança, suportada em dados objetivos e credíveis¹³⁰; (iv) investimento de confiança, traduzido em atos concretos e externos do investidor confiante, cujo resultado ficou comprometido por não ter sido respeitada a confiança; (v) boa fé subjetiva (crença no comportamento alheio) e objetiva (comportamento próprio isento de violação dos deveres de boa fé) do investidor. Naturalmente, a construção doutrinária e jurisprudencial do que seja o risco geral da vida deve acompanhar esta solução, de modo a limitar as janelas de responsabilidade que a mesma logra abrir.

CONCLUSÃO

Conforme resulta do *supra* exposto, e sem prejuízo do regime previsto no Regulamento n.º 462/2013, pudemos comprovar que, face ao ordenamento jurídico português, é possível encontrar amparo para pretensões indemnizatórias dos investidores junto de institutos jurídicos que nos são familiares, como a responsabilidade civil aquiliana por violação de normas de proteção, a proibição de condutas abusivas, o instituto da *culpa in contrahendo* ou mesmo o tratamento autónomo da proteção da confiança legítima.

Em boa verdade, parece-nos mesmo curial não cair na armadilha do positivismo exacerbado, sempre em busca de novas disposições jurídicas para os problemas que vão surgindo, sob a pena de deixarmos que o Direito navegue sobre a espuma das águas do conturbado mar social.

130- MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – ob. cit., p. 175, consideram legítima a confiança depositada pelos investidores nas agências de *rating*, tendo em conta que “*esa confianza adquiere cierto carácter público desde el momento en que la propia normativa reglamentaria se apoya en los ratings*”. Cf. também, a respeito de uma eventual presunção de confiança legítima, RACHEL JONES – «The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies», *Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, 2010 (1), p. 201-231, p. 228 ss e LARS KLÖHN – «Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH», *AG*, Heft 10, 2012, p. 345 ss. Ainda a respeito do nexo de causalidade, sustenta GIOVANNI FACCI – «Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte», *Contratto e Impresa*, n.º 1, 2008, p. 26, que “*l’investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l’operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa*”.