



Informação e Operações sobre Valores Mobiliários



Informação e Operações sobre Valores Mobiliários¹

- 1. Introdução**
- 2. Informação**
- 3. Operações sobre Valores Mobiliários**
- 4. Como é que a informação é relevante para as operações sobre valores mobiliários? Tipos genéricos de conexão entre informação e valores mobiliários**
Operações sobre Valores Mobiliários
- 5. A Informação em acção: a Informação numa operação concreta sobre valores mobiliários**
- 6. Resultados/Conclusões sobre a razão de ser específica do sistema informativo mobiliário**
- 7. Aspectos complementares: tendências**
- 8. Conclusões Finais**

¹ O presente texto corresponde, com excepção de pequenos ajustamentos, a um resumo da exposição realizada no XV Curso de Direito dos Valores Mobiliários em 22 de Março de 2011.



1. Introdução

O tema desta apresentação é Informação e Operações sobre Valores Mobiliários.

O tema, descrito assim, é de uma vastidão absolutamente incompatível com a duração da exposição a realizar neste Curso.

Efectivamente, o tema da informação é uma trave essencial do Direito dos Valores Mobiliários, com manifestações e implicações em todos os sectores desse direito. Por outro lado, o conceito de operações sobre valores mobiliários corresponde, no limite, ao próprio mercado de valores mobiliários e, portanto, àquilo a que se dirige e fundamenta todo o Direito dos Valores Mobiliários.

A vantagem desta extensão do tema em apreço é a de que a sua abordagem acaba por envolver e, nesse sentido, fornecer, ainda que de uma forma sintética, uma perspectiva global sobre o Direito dos Valores Mobiliários e as suas tendências. A desvantagem é a de que há que, em qualquer caso, circunscrever os aspectos a abordar.

O que me proponho fazer é, então:

- a) Começar por delinear alguns dos aspectos essenciais relativos ao tema da Informação no domínio do Direito dos Valores Mobiliários;
- b) Fazer o mesmo quanto à noção de Valores Mobiliários e às Operações sobre os mesmos;
- c) Procurar, depois, surpreender os tipos genéricos de conexão que se podem observar entre o tema da Informação e as referidas Operações;
- d) Seguir com a análise das exigências em sede de informação numa Operação sobre Valores Mobiliários concreta;
- e) Com os dados captados pela análise feita nos pontos anteriores, procurar identificar a razão de ser específica do que designaremos por sistema informativo mobiliário; e
- f) Terminar com a identificação de algumas tendências e conclusões.

2. Informação

2.1. O tema da Informação é, como se referiu, um tema central no direito dos valores Mobiliários.

Vejamos como e por que razão.

Partimos da noção de mercado de valores mobiliários. Este é um mercado onde se oferecem e procuram valores mobiliários, ou seja, onde esses valores são emitidos/subscritos e vendidos/comprados. Trata-se de um mercado fundamental, no sentido de que, em termos económicos, constitui (a par do mercado bancário) o meio de canalização das poupanças para as empresas, canalização essa realizada precisamente através das operações de investimento em valores mobiliários “emitidos” por essas empresas. Trata-se também de um mercado especialmente vulnerável (no sentido em que o seu funcionamento depende especialmente da confiança em quem nele intervém²), em que existe muitas vezes uma significativa assimetria informativa entre a oferta e a procura e em que a incorrecta actuação dos que nele participam pode ter efeitos que extravazam as relações de investimento concretas que se estabelecem e, mesmo, o próprio mercado de valores mobiliários, sendo, por isso, um mercado cujo “mau” funcionamento pode gerar externalidades negativas/custos sociais relevantes.

A existência do Direito dos Valores Mobiliários, como conjunto de princípios e normas especificamente dirigidos à regência do mercado de valores

² Sendo essa uma das razões pelas quais é imposta a intervenção de intermediários especializados e sujeitos a uma regulamentação e supervisão específicas: os intermediários financeiros. Outras razões para a imposição da intervenção destes intermediários especializados são: responder às necessidades de um funcionamento marcado pelos vectores da celeridade, padronização e anonimato e, como veremos adiante, preparar, modular e assegurar a circulação de informação sobre os valores mobiliários oferecidos no mercado. Sobre a noção e actividade de intermediação financeira, ver Carlos Ferreira de Almeida (As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários, AAVV, 1997, pags 291 a 293) e Paulo Câmara (Manual de Direito de Valores Mobiliários, pags 353 e segs).

mobiliários, justifica-se precisamente pelo referido carácter fundamental desse mercado³ e pelas características atrás identificadas que o mesmo apresenta⁴. Podemos, portanto, dizer que o Direito dos Valores Mobiliários tem na sua base um (ou o) interesse público no adequado e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários. Esta eficiência de funcionamento⁵ corresponde, em linhas gerais, à capacidade de proporcionar, de forma célere, segura e transparente, a existência e o encontro da oferta e procura de valores mobiliários, o que, por sua vez, depende, entre outros aspectos⁶, de uma adequada formação dos preços⁷ mas, sobretudo, da existência de procura para os valores mobiliários. É neste ponto e a este propósito, precisamente, que nos surge o tema da Informação, enquanto informação sobre os valores mobiliários e sobre as operações que os têm por objecto: ela é um instrumento essencial⁸ para se atingirem as mencionadas adequada formação dos preços e, sobretudo, existência de procura de valores mobiliários. Com efeito:

³ Reconhecido no plano constitucional: veja-se o artigo 101º da Constituição da República Portuguesa.

⁴ Sobre este carácter fundamental do mercado de valores mobiliários, cf o nosso “Consultoria para investimento em valores mobiliários”, Direito dos Valores Mobiliários V, pags 345-346, que aqui seguimos de perto, e autores aí citados. Cf, ainda, sobre a relação referida no texto entre o Direito dos Valores Mobiliários e o interesse público, André Figueiredo, A Informação difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os poderes da CMVM: uma “nova dimensão do direito administrativo”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários nº , 68-70-

⁵ Sobre a eficiência do mercado de valores mobiliários, cf, entre outros: Carlos Osório de Castro (A Informação no Direito dos Valores Mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários, 1997, AAVV, pags 334 e 335), Paulo Câmara (Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários, Cadernos n.º 2), 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, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 36, pag13-14 e o nosso “Consultoria (...)” pag 346.

⁶ Outros serão a capacidade “circulativa” dos valores mobiliários, assente numa previsão adequada da sua fungibilidade e de uma protecção, em termos equilibrados, do adquirente de boa fê, e a acima mencionada intervenção obrigatória de agentes especializados (os intermediários financeiros).

⁷ Essencial para uma correcta alocação dos recursos, ou seja, para que estes, que são escassos, sejam afectos/investidos nas melhores empresas. Esta adequada formação dos preços está, tipicamente, ligada e dependente do que é habitualmente designado por paridade informativa.

⁸ Sobre o papel fulcral da informação a que nos referimos no texto, cf, entre outros, Carlos Osório de Castro, A Informação (...), pags 333-335, Paulo Câmara, Manual (...), pags 729-734, André Figueiredo, ob.cit., pags70-72 e Margarida Azevedo de Almeida, ob.cit. pags 9 a 14.

- a Informação (disponibilização de informação para compreensão dos negócios sobre valores mobiliários e dos seus riscos) constitui o principal meio de protecção dos investidores, em particular dos não qualificados⁹;
- essa protecção é essencial, não só para assegurar a paridade informativa de que depende a adequada formação dos preços, mas, sobretudo, para promover a criação de um quadro em que os investidores estejam disponíveis para investir.

2.2. Pelas razões acima mencionadas, em particular o acima referido interesse público no adequado e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários e o papel que a Informação tem nesse domínio, esta última surge habitualmente, no Direito dos Valores Mobiliários debaixo de uma capa de injuntividade. Dito de outra forma, a Informação surge no Direito dos Valores Mobiliários como objecto de deveres impostos aos vários sujeitos que intervêm naquele mercado, deveres esses impostos pela lei e que definem não só o tipo e conteúdo de informação a prestar (informação obrigatória) como as características/qualidade da informação prestada (seja obrigatória, seja voluntariamente)¹⁰.

⁹ Estamos aqui a falar da protecção dos investidores tomados enquanto colectividade, ou seja, visto o ponto doutra perspectiva, enquanto um dos pólos do binómio procura/oferta de valores mobiliários que forma o respectivo mercado. Ver, sobre o ponto, Carlos Osório de Castro, A Informação (...) pag. 335, Sofia Nascimento Rodrigues, A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários, pags 23 a 35 e o nosso “Consultoria (...)”, pag 347.

¹⁰ Esta imposição de deveres informativos tem-se vindo a acentuar nos tempos mais recentes, muitas vezes com base na convicção de que constitui um meio para resolver os problemas que os mercados tem sentido nos últimos anos. Em alguns casos, porém, não tem sido tida em consideração uma preocupação de proporcionalidade, que pondere o benefício para o investidor da informação cuja prestação é imposta com o custo que o onerado com o dever da sua prestação tem de suportar para o efeito. Não tem, igualmente, em alguns casos, sido tido em conta que uma informação demasiado complexa ou extensa acaba por redundar numa “não informação”, dado que o investidor não a lê e/ou não consegue isolar aquilo que nela é essencial. Por outro lado, e do lado dos emitentes/intermediários financeiros, estes “excessos” redundam também, por vezes, numa atitude de “tick the box”, que mais uma vez acaba por não responder à razão de ser que está na base da imposição de deveres informativos. Por estas razões, evoluções como a iniciativa comunitária a que adiante nos referiremos do KIID (Key Investor Information Document) são de louvar.

2.3. Importa que nos detenhamos um pouco sobre o que se entende por Informação.

Informação significa, *prima facie*, uma afirmação destinada a descrever uma determinada situação da vida real, actual ou prevista. É algo de neutro, no sentido de que não envolve um juízo de valor sobre o facto que dela é objecto, nem uma sugestão ou exortação para que o destinatário adopte uma determinada conduta. Apesar de terem em comum a circunstância de se tratarem de actos que se destinam ou podem ter por efeito influenciar a formação da vontade daquele a quem são prestadas, a (prestação de) Informação distingue-se, assim, dos conselhos/recomendações¹¹.

O princípio geral no direito português é o da inexistência de um dever geral de informação entre as pessoas. E a prestação de simples informações (informações prestadas fora de um quadro que as qualifique de modo a responsabilizar quem as presta) não responsabiliza quem as dá pelos eventuais danos sofridos pela circunstância de a pessoa a quem é dada a informação agir com base nela. A autonomia e liberdade de acção são vectores que prevalecem aqui sobre o da segurança: é preciso que a sociedade tenha “o mínimo de espaço”.

No domínio do mercado dos valores mobiliários, porém, pelas razões que já foram sinteticamente avançadas e que mais adiantes e retomarão, assiste-se à imposição aos que nele participam de múltiplos deveres de informação e à consequente responsabilização de quem não a presta adequadamente. O interesse no adequado funcionamento do mercado ganha aqui preponderância sobre a autonomia e liberdade de acção: os principais intervenientes neste mercado (emitentes e intermediários financeiros) têm a obrigação de prestar informação e, não só porque é importante que essa informação exista e seja

¹¹ Cf o nosso “Consultoria (...)”, pags 363 e 364 e autores aí citados.

prestada¹², como porque é fundamental salvaguardar a credibilidade desses intervenientes, a falha na prestação da informação torna esses intervenientes responsáveis.

2.4. Que deveres de informação encontramos no Direito dos Valores Mobiliários, quais os seus grandes núcleos?

A resposta não é simples, tantos e tão variados são esses deveres, ainda que olhando só aos previstos no Código dos Valores Mobiliários¹³. Não temos a pretensão, nesta exposição, de os procurar recensear a todos.

Nesta parte introdutória, recordaremos só as seguintes grandes linhas:

- a) Primeiro, temos o fundamental princípio geral do artigo 7º do CVM sobre as características ou qualidade da informação a prestar. *“A informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às actividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser **completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita**”*. Este princípio é aplicável (i) a toda a informação prestada no quadro do mercado de valores mobiliários, seja ou não no cumprimento de um dever, (ii) independentemente do sujeito que a presta (investidores, emitentes ou intermediários financeiros), (iii) qualquer que seja o meio de divulgação e (iv) qualquer que seja o seu “invólucro”: informação *a se*, conselho ou publicidade¹⁴;
- b) Segundo, temos o extenso núcleo de deveres a cargo dos emitentes (aqui compreendido, em muitos casos, o círculo de pessoas a ele ligados, como administradores, membros do conselho fiscal, etc).

¹² E o seja de forma modulada e ajustada ao tipo de investidor a quem é dirigida.

¹³ Adiante designado abreviadamente por CVM.

¹⁴ Sobre esta disposição e sobre a função que dela resulta para a CMVM, ver André Figueiredo, ob.cit, pags 73-74.

- (i) Desde logo no momento da introdução dos valores mobiliários no mercado (oferta de subscrição ou de venda e admissão à negociação): dever de prestação de um corpo de informação sobre a actividade do emitente, as características dos valores a emitir/vender/admitir e, ponto muito relevante, sobre os riscos da operação de investimento em causa; temos aqui toda a disciplina do prospecto das ofertas públicas e de admissão, resultante dos artigos 134º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários e do Regulamento comunitário 809/2004;
 - (ii) Depois, seja de forma periódica ou ocasional, os deveres de informação previstos nos artigos 244º e seguintes do CVM, de que se destacam os deveres de prestação de informação sobre a situação económico-financeira (que no caso dos emitentes de acções admitidas, chega a ser trimestral) e o dever de divulgação de informação privilegiada (artigo 248º do CVM¹⁵).
- c) Em terceiro lugar, temos a assinalar os deveres de informação dos intermediários financeiros¹⁶. Os intermediários financeiros, enquanto entidades que exercem, a título profissional, actividades de intermediação financeira (cf artigo 289º do CVM) são também sujeitos a múltiplos deveres de informação, sejam deveres comuns (artigos 304º e 312º a 312º-G), sejam deveres específicos do serviço de investimento/auxiliar que em cada caso concreto esteja em causa (ver artigos do CVM 321º e seguintes, a propósito da disciplina dos vários contratos de intermediação, 346º e seguintes com respeito à negociação por conta própria e 252º e seguintes, quando actuem como internalizadores sistematicos).

¹⁵ Este último muito relevante para o ponto já atrás assinalado da “paridade informativa”.

¹⁶ Sobre os deveres dos intermediários financeiros, cf, para além de Paulo Câmara (Manual (...) pags 364 e segs, Fazenda Martins (Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial os Deveres para com os Clientes e o Mercado, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 7) e Felipe Canabarro Teixeira (Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil, Cadernos nº 31).

Relativamente aos deveres informativos comuns, sublinharemos apenas dois aspectos essenciais para a sua compreensão e, depois, aquela que constitui a sua trave mestra.

Há dois aspectos que, nos termos do CVM, gravam toda a actuação dos intermediários financeiros e que, por esse motivo, são também fundamentais para a determinação do sentido daqueles deveres informativos comuns:

- aquele que constitui um princípio geral que filtra e molda toda a actividade dos intermediários financeiros: previsão geral da orientação da actividade dos intermediários financeiros no sentido da protecção dos legítimos interesses dos seus clientes (artigo 304º nº 1 do CVM);
- a imposição de que os intermediários financeiros observem “*os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de (...) transparência.*” (artigo 304º nº 1 do CVM)¹⁷.

A trave mestra dos deveres informativos comuns é a que resulta do artigo 312º nº 1 do CVM: o dever de prestação de toda a informação necessária para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, devendo a extensão e profundidade ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimento e experiência do cliente.

A primeira componente desta trave mestra é muito importante por nos fornecer uma indicação clara, por um lado, de que a informação e os deveres de prestação de informação aos investidores não são um fim em si mesmo e, por outro lado, de que a finalidade da previsão desses deveres é

¹⁷ Sobre o artigo 304º, o seu conteúdo de deveres genéricos e respectiva função, ver Felipe Canabarro Teixeira (ob. cit. pags 51 a 63).

a de tornar possível que esses investidores tomem decisões de investimento informadas.

A segunda componente dessa traves mestra, por sua vez, revela que a lei não pretende que a informação seja prestada cegamente, em função de um investidor abstracto, mas antes em função das características do investidor concreto, variando a densidade do dever consoante os conhecimentos e experiência desse investidor, aspectos que o intermediário financeiro tem o dever de conhecer. O dever de informação do intermediário financeiro envolve, assim, um dever prévio de conhecimento do investidor, em concreto, das suas habilitações, experiência financeira, situação financeira e objectivos.

Relativamente aos deveres específicos de informação dos intermediários financeiros, respeitantes ao serviço de investimento/auxiliar que esteja, em cada caso concreto, em causa, sublinham-se dois pontos.

Primeiro, o ponto de que estes deveres (ou a prestação de informação a que se dirigem) representam uma das razões essenciais da existência e intervenção obrigatória dos intermediários financeiros: é efectivamente para permitir uma organização, tratamento, modulação e descodificação da informação relativa às operações sobre valores mobiliários e respectivos riscos que aquela existência e intervenção se justificam¹⁸. Só ela, aliás, permite que o risco dessas operações possa ser tomado e suportado pelos investidores.

¹⁸ Sublinhando este ponto fundamental para a compreensão do papel dos intermediários financeiros e a sua relação com o tema da informação, Carlos Osório de Castro (A informação (...) pag 338), Felipe Canabarro Teixeira (ob. cit. pag 55-56 e 64) e o nosso “Consultoria (...)” pag 348.

Segundo para deixar uma nota sobre um dever que, ainda que colocado muitas vezes próximo dos deveres de informação, se situa, a meu ver, para além dele. Trata-se do dever, previsto na sequência da Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros¹⁹ DMIF, que se extrai do disposto no artigo 314º nº 2 do CVM e no artigo 314º-A nºs 2 e 3²⁰. Destas disposições parece resultar que o intermediário financeiro, para além do dever de informação, tem um dever de avaliar a adequação das operações²¹ face aos conhecimentos, experiência, situação financeira e objectivos do cliente. Estamos aqui, a meu ver, para além do princípio do *full disclosure* e já dentro do que poderia considerar a apreciação ou juízo sobre o mérito/bondade da operação. Efectivamente, ainda que apresentado como um dever de informação sobre os riscos da operação e sobre a relação entre esses riscos e a situação e objectivos do cliente, o que é certo é que a definição dos termos dessa relação pressupõe já um juízo de valor do intermediário financeiro²².

d) Em quarto lugar, deveremos mencionar os outros vários tipos de sujeitos que a lei grava com deveres de informação. Estão aqui em causa:

- Os investidores que adquiram participações qualificadas (artigo 16.º do CVM);
- Os analistas, ou seja, aqueles que desenvolvem a actividade de análise de emitentes e dos valores por ele emitidos e que apresentam recomendações de

¹⁹ Directiva 2004/39/EC, de 21 de Abril, adiante designada abreviadamente por DMIF.

²⁰ Prevê a primeira destas disposições que “*se (...) o intermediário financeiro julgar que a operação considerada não é adequada àquele cliente deve adverti-lo, por escrito, para esse facto.*”

²¹ Note-se, no entanto, que este dever não é aplicável a todas as operações e serviços em que o intermediário financeiro intervenha ou preste – vide, por exemplo, o artigo 314º-D do CVM sobre os serviços de execução estrita: serviço de recepção, transmissão e execução de ordens

²² Sobre este dever, cf Paulo Câmara (O dever de adequação dos intermediários financeiros, Estudos em Honra do Prof. Dr. José de Oliveira Ascensão (2008, vol II, pags 1307 e segs), onde dá nota da sua filiação na *suitability rule* norte-americana e onde aborda os três deveres distintos em que o mesmo se decompõe: dever de recolha de informação, dever avaliação da adequação e dever de informação sobre a inadequação ou falta de informação obtida.

investimento (c.f. artigos 12.º-A a 12.º-E do CVM e, em particular, o artigo 12.º-C do CVM) relativo a circunstâncias que possam prejudicar a objectividade de análise e consubstanciar conflitos de interesse);

- As entidades gestoras de mercados (artigos 211.º, 212.º e 221.º do CVM);
- Os Auditores (artigo 304.º-C do CVM);
- As sociedades de notação de risco (agências de rating) (artigo 12.º CVM)²³.

2.5. Dois últimos aspectos devem ser referidos para fechar o círculo da demonstração da relevância da Informação no Direito dos Valores Mobiliários:

- a) A circunstância de, dos dois tipos de crime específicos do Direito dos Valores Mobiliários, um estar relacionado com a informação, mais em concreto, com o aspecto da paridade informativa: trata-se do crime de abuso de informação (artigo 378º do CVM); sabendo-se como a tipificação criminal é reveladora da relevância dos bens jurídicos nela envolvidos, este é um aspecto muito significativo²⁴;
- b) A circunstância de o CVM conter soluções próprias para determinados aspectos da responsabilidade civil decorrente da violação de deveres de informação.

3. Operações sobre valores mobiliários

²³ Dado papel desempenhado por estas entidades na crise recente, têm sido realizadas várias tentativas de alargar o regime destas entidades, indo além dos meros deveres de registo e informação, por forma a lidar com aspectos como, por exemplo, o *timing* dos relatórios e notações e os ligados ao conflito de interesse inerente a, por regra, os seus serviços serem pagos pelas entidades objecto das notações (ou emitentes dos valores objecto dessas notações) ou, em alguns casos, ao facto de prestarem consultoria a estas entidades.

²⁴ Sobre este ponto, cf Frederico Costa Pinto, O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários, pags 66 a 69.

O segundo elemento do tema desta exposição é o das Operações sobre Valores Mobiliários. Sobre ele é importante recordar alguns aspectos, por um lado, relativos à noção de valores mobiliários e, por outro, relativos às operações que sobre eles recaem

3.1. Fruto da sedimentação doutrinal das últimas décadas, temos hoje um conceito de valor mobiliário relativamente estabilizado, e sobre cujos principais elementos caracterizadores a alínea g) do nº 1 do artigo 1º do CVM nos dá indicações fundamentais: estão em causa “*documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado*”²⁵.

Em síntese:

- a) Trata-se de documentos representativos, ou seja, de documentos que se destinam a evidenciar, para efeitos de prova e de legitimação, determinadas realidades/situações;
- b) As situações que são representadas por estes documentos são situações jurídicas cujo grau de complexidade pode variar e compreendendo situações jurídicas activas, passivas ou um misto de ambas²⁶;
- c) As situações jurídicas representadas pelo mesmo valor mobiliário devem ser homogéneas, no sentido de apresentarem características objectivas idênticas; a homogeneidade dos documentos representativos decorre dessa homogeneidade das situações jurídicas de base; por

²⁵ Sobre o conceito há já muitos contributos da doutrina portuguesa. Cf, entre outros, José de Oliveira Ascensão, O novíssimo conceito de valor mobiliário, *Direito dos Valores Mobiliários*, VI, pags 139 e segs, em particular, 149-152 e 160-162, Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II*, pags 131-132, Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários: conceito e espécies*, José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros* e Paulo Câmara (Manual (...)), pags 90 e segs,

²⁶ Do que resulta, entre outros aspectos, que podem compreender direitos susceptíveis de destaque, dando lugar a novos valores mobiliários, mas sem que o valor mobiliário original perca essa natureza (cf artigo 1º f) do CVM e também artigo 55º nº 3 do mesmo código). Claro que o direito destacado tem de possuir as características que permitam tratá-lo com valor mobiliário. Nem todos os direitos que integram a situação jurídica do valor mobiliário original, parecem assim poder ser destacados para dar lugar a um valor mobiliário (veja-se o caso do direito de voto das acções).

serem homogéneas, essas situações jurídicas, e os documentos que as representam, são fungíveis²⁷;

- d) Finalmente, trata-se de documentos com aptidão e vocação para circular²⁸, ou seja, com susceptibilidade de negociação em mercado²⁹, característica central e muito relevante, dado que corresponde à “razão de ser” dos valores mobiliários.

3.2. Como complemento desta breve referência à noção de valor mobiliário, é importante deixar duas notas.

Em primeiro lugar, para recordar que a partir de 2004 passou a vigorar um princípio de atipicidade dos valores mobiliários, que sucedeu ao quadro anterior, que era de uma tipologia legal/regulamentar fechada. É, assim, actualmente, possível criar valores mobiliários diferentes daqueles que a lei já prevê³⁰.

Em segundo lugar, para sublinhar a relação dos valores mobiliários com os títulos de crédito, relação essa que nos permite surpreender um dos primeiros aspectos que iremos abordar nesta exposição sobre o papel da Informação.

Tanto os valores mobiliários como os títulos de crédito são documentos representativos, no sentido atrás mencionado, e ambos são dotados de um regime jurídico facilitador da sua circulação, em que avulta, designadamente

²⁷ Cf artigo 45º do CVM: a homogeneidade dos valores mobiliários dá origem a uma categoria. Ela depende da existência de um mesmo emitente e homogeneidade das situações jurídicas representadas. Para alguns efeitos, porém, a pertença à mesma categoria não é suficiente para assegurar fungibilidade (ver artigo 204º nº 2 do CVM).

²⁸ Aptidão esta que arranca da característica de fungibilidade acima assinalada e é assegurada pelo regime jurídico relativo à sua circulação.

²⁹ Sobre a particularidade desta negociabilidade em mercado, c.f. José Engrácia Antunes (ob. cit., pag 59).

³⁰ Sobre esta evolução, seu sentido e limites, cf José de Oliveira Ascensão, ob. cit., pags 155-159.

quando comparado com o regime da cessão de créditos, a maior protecção conferida ao adquirente.

Mas, enquanto que tipicamente o título de crédito representa uma situação jurídica não fungível, o oposto sucede, como vimos, com os valores mobiliários³¹. E, sobretudo, e este é o ponto que nesta exposição importa relevar, há uma diferença no que respeita ao que é habitualmente designado pela literalidade. Nos títulos de crédito vale, tipicamente, essa literalidade, no sentido em que o conteúdo da situação jurídica representada resulta exclusivamente do que consta do documento representativo. Já no caso dos valores mobiliários, pelo contrário, a literalidade, entendida naquele sentido, não opera, uma vez que o conteúdo da situação jurídica representada resulta não só do que consta do documento representativo como de outros documentos. Trata-se do que a doutrina designa habitualmente por literalidade indirecta ou *per relationem*³². Isto revela-nos uma primeira e importante dimensão da relevância da Informação e dos deveres de informação no plano dos valores mobiliários: essa informação e o cumprimento desses deveres relevam, desde logo, no plano de permitir ao titular/adquirente do valor mobiliário conhecer o conteúdo da situação jurídica que o mesmo representa.

3.3. Apesar de, como se referiu, vigorar hoje um princípio de atipicidade dos valores mobiliários, continuam a existir tipos como tal qualificados e regulados por lei.

Não sendo completamente exaustivo, mencionamos os seguintes:

- As acções (em que a situação jurídica representada assenta numa participação social);

³¹ Daí que Carlos Ferreira de Almeida lhes chame “títulos de crédito de massa” (Contratos II, pag 131).

³² Um exemplo evidente é o das acções: o conteúdo da situação jurídica do accionista não se apreende só pelo conteúdo do documento representativo das acções, antes sendo necessário fazer apelo a outros documentos, em que avultam os estatutos da sociedade emitente.

- As obrigações (em que a situação jurídica representada corresponde, na sua base, a um crédito pecuniário; existem várias modalidades previstas pela própria lei, como, por exemplo, as referidas no artigo 360º do Código das Sociedades Comerciais, as obrigações de caixa e as obrigações hipotecárias);
- Os títulos de participação (em que a situação jurídica corresponde, na sua base, a uma situação jurídica híbrida, tendo como elemento central um crédito pecuniário, mas com elementos próprios de uma participação social);
- Os valores respeitantes aos organismos de investimento colectivo, ou seja, as unidades de participação em fundos de investimento e as acções das sociedades de investimento mobiliário (em que a situação representada corresponde a um direito a uma parte ideal de um património colectivo e autónomo);
- As unidades ou obrigações de titularização de créditos³³ (em que a situação jurídica representada corresponde, na sua base, a um crédito pecuniário sobre um património formado por conjuntos de créditos objecto, para o efeito, de autonomização);
- Os direitos destacados destes valores mobiliários, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série e esteja previsto no acto de emissão
- O Papel Comercial (em que a situação jurídica representada corresponde a um crédito pecuniário de curto prazo).

Já no plano dos instrumentos derivados, com vocação circulatória, temos:

³³ O nosso direito (DL 453/99, de 5 de Novembro) admite os dois tipos de valor mobiliário. Inicialmente, no primeiro projecto/trabalho preparatório, começou por se propor só um valor mobiliário do tipo “unidades de titularização” (cf o nosso “o Decreto-Lei 453/99, de 5 de Novembro: trabalho preparatório e notas sobre a titularização de créditos, Revista da Banca, nº 50, pags 37- 143). Sobre as operações de titularização, cf Paulo Câmara, Manual (...), pags 320 a 330).

- Os warrants autónomos (em que a situação jurídica representada corresponde ao direito de adquirir ou alienar um determinado activo numa data futura a um preço definido ou ao direito de exigir a diferença entre o seu preço actual e o seu preço naquela data);
- Os certificados (em que a situação jurídica representada corresponde ao direito de receber em dinheiro, numa data futura, o valor do activo subjacente);
- Os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis (que representam um direito a receber numa determinada data um determinado valor mobiliário) e os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente ou *reverse convertibles* (que representam o direito a receber uma prestação em dinheiro ou um determinado valor mobiliário, sendo a faculdade de escolha do emitente);
- Os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito ou *credit linked notes* (em que a situação jurídica representada corresponde, na sua base, a um crédito pecuniário condicionado a uma ou mais vicissitudes creditícias de determinada entidade).

3.4. Para além do conceito de valor mobiliário que atrás abordámos, tem-se assistido recentemente, ao surgimento de um conjunto de outros conceitos próximos, que aqui importa destacar. Estamos a referir-nos:

- a) Aos instrumentos financeiros;
- b) Aos instrumentos financeiros por equiparação;
- c) Aos ICAE;
- d) Aos produtos complexos;
- e) Aos instrumentos financeiros complexos previstos pelo artigo 314º-D do CVM.

Em quase todos estes casos estamos perante conceitos que visam agregar, para efeitos de tratamento normativo uniforme, ainda que parcial, valores que, sendo distintos nas suas características jurídicas intrínsecas, são, no entanto, de uma perspectiva do investidor, assimiláveis, designadamente porque apresentam características funcionais, de risco económico e/ou de remuneração semelhantes e em que, por esse motivo, começou a ser difícil compreender a existência de regras de comercialização e em sede informativa diferentes. Veremos, efectivamente, que a razão principal da sua agregação assenta no objectivo de assegurar a aplicação de um regime uniforme em matéria de prestação de informação aos investidores, razão pela qual se justifica uma referência especial aos mesmos nesta exposição. Iremos então abordá-los sinteticamente nos pontos seguintes

3.5. O primeiro dos conceitos referidos é o de instrumento financeiro³⁴.

Trata-se de um conceito que é consagrado pela DMIF, Directiva que substituiu a anterior Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva 93/22/CEE)³⁵. A explicação para a sua consagração extrai-se do seguinte excerto dos considerandos: *“Nos últimos anos, tem aumentado o número de investidores presentes nos mercados financeiros, sendo-lhes oferecido um leque de serviços e instrumentos cada vez mais amplo e complexo. Perante esta evolução, convém que o enquadramento jurídico comunitário englobe a gama completa de actividades orientadas para o investidor”*.

O conceito foi, depois, transposto para o CVM, cujo artigo 2º nº 2 determinou que as referências feitas no Código a instrumentos financeiros abrangessem os valores mobiliários, os instrumentos do mercado monetário (com excepção dos meios de pagamento) e um conjunto de instrumentos derivados. Debalde,

³⁴ Sobre os instrumentos financeiros, cf Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II*, pag 132 (nota 61), José Engrácia Antunes, ob. cit. em particular pags 7 a 50, Paulo Câmara, *Manual (...)*, pags 87 a 90 e pags 210 e segs e Renato Gonçalves, *Nótulas Comparatísticas sobre os Conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código do Mercado dos Valores Mobiliários*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 19.

³⁵ Onde já encontrávamos um conceito com algum grau de agregação: o conceito de “instrumentos”.

porém, se encontra neste conglomerado alguma unidade intrínseca, sendo que o mesmo também não serve de base ao estabelecimento no CVM de uma disciplina normativa completa e uniforme³⁶. De qualquer modo, o agrupamento que o conceito de instrumento financeiro consubstancia é utilizado para o estabelecimento de uma disciplina comum em alguns domínios, como sejam o dos serviços de intermediação financeira (cf, entre outros, artigos do CVM 289º nº 1 a) e 312º-E), regras de negociação em mercado (cf, entre outros, o artigo 198º do CVM) e, ponto especialmente relevante nesta exposição, em sede de exigências informativas (cf, entre outros, o artigo 312º-E do CVM). O que com isto se consegue é, sobretudo, evitar assimetrias de regime que do ponto de vista do investidor seriam inadequadas e que seria complicado evitar se a disciplina naquelas matérias fosse estabelecida para cada instrumento em concreto e, portanto, sem utilizar o conceito agregador de instrumento financeiro³⁷.

3.6. O segundo dos conceitos acima referidos é o dos instrumentos financeiros por equiparação. É um conceito que decorre do artigo 2º nº 3 do CVM, onde se dispõe que *“As disposições dos títulos I, VII e VIII aplicam-se igualmente a contratos de seguro ligados a fundos de investimento e a contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos”*, e do Regulamento da CMVM 8/2007. Apesar de estarmos fora dos tipos que, de acordo com o nº 2 do artigo 2º do CVM, integram o conceito de instrumentos financeiros, consagra-se uma equiparação dos mesmos a estes últimos, por razões que podemos descobrir sinteticamente indicadas no preâmbulo do diploma que transpôs a DMIF (DL 357-A/2007, de 31 de Outubro): *“A benefício da coerência do sistema, é aproveitado o ensejo para proceder à aplicação de larga parte da disciplinado Código aos contratos de seguro ligados a fundos de investimento e aos*

³⁶ Nem tem, nesse código, implicações sistemáticas claras: depois do Título dedicado às disposições gerais, o Título II do CVM é dedicado aos valores mobiliários e não aos instrumentos financeiros

³⁷ José Engrácia Antunes refere-se a um “conceito global de referência ou de cúpula” (ob. cit. pag 37). Renato Gonçalves a um “conceito de cobertura comum” (ob. cit. pag 97).

*contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, atenta a proximidade da função que desempenham com a categoria dos instrumentos financeiros, em geral, e dos fundos de investimento, em particular*³⁸.

A equiparação traz consigo, desde logo, a sujeição destes contratos ao princípio geral em sede informativa (o princípio consagrado artigo 7º do CVM) e a sujeição à supervisão e regulamentação da CMVM da sua comercialização. Da regulamentação aprovada pela CMVM (Regulamento 8/2007) resulta, por sua vez, a previsão da entrega ao investidor de um prospecto simplificado (que, entre outras, inclui informação sobre os riscos envolvidos na operação de “investimento” inerente à celebração destes contratos) e a previsão de um regime simplificado de intermediação e comercialização, mas com aspectos próximos do dos valores mobiliários (veja-se, por exemplo, o dever colocado a cargo das entidades comercializadoras destes contratos pelo artigo 14º do Regulamento em apreço, no sentido de ser solicitado ao cliente “*informação necessária para avaliar a adequação do produto oferecido às circunstâncias pessoais daquele, nomeadamente ao seu perfil de risco, por forma a orientá-lo para que a sua decisão de investimento seja tomada de uma forma consciente e se adeque a esse perfil*”)³⁹.

3.7.O terceiro dos conceitos acima referidos é um “conceito em vias de desaparecimento”: trata-se dos chamados Instrumentos de Captação de Aforro Estruturados, abreviadamente designados por ICAE.

O conceito surgiu, na sequência de uma iniciativa do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, com o Aviso 6/2002, do Banco de Portugal, onde foram definidos como “*Instrumentos que, embora assumindo a forma jurídica*

³⁸ O preâmbulo do Regulamento 8/2007 da CMVM alude a uma “similitude funcional e substancial” destes tipos com os demais instrumentos financeiros.

³⁹ Recentemente, e já depois de este texto ter sido escrito, foi publicado o Regulamento da CMVM 2/2012 (publicado no DR 2ª série de 26 de Novembro de 2012), cuja entrada em vigor está definida como sendo 1 de Janeiro de 2013. Este regulamento tem por objecto a definição de regras em matéria de deveres informativos e comercialização de produtos financeiros complexos e passou a abranger os seguros e operações ligadas a fundos de investimento, que assim foram retirados do âmbito de aplicação do Regulamento 8/2007 mencionado no texto. Esse Regulamento 8/2007 fica assim com o seu âmbito de aplicação limitado aos contratos de adesão a fundos de investimento abertos.

de um instrumento original já existente, têm características que não são directamente identificáveis com a do instrumento original, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a rendibilidade, sendo o risco do investimento assumido, ainda que só em parte, pelo aforrador/tomador”. Foi também acolhido no domínio dos seguros, no quadro do DL 176/95, de 26 de Julho, entretanto revogado e substituído, nesta matéria, pelo disposto no artigo 206º do Rgime Jurídico do Contrato de Seguro.

A ideia subjacente à previsão dos ICAE parece ter arrancado do reconhecimento da existência de produtos de investimento pertencentes a sectores financeiros distintos (bancário, segurador e mobiliário), mas semelhantes do ponto de vista dos investidores, o que levou a que se buscasse alguma uniformização de regulamentação, sobretudo no plano informativo, sendo tal feito tomando por base o regime (mais desenvolvido) do direito mobiliário. Tratou-se, no entanto, de uma tentativa relativamente mal conseguida uma vez que a uniformidade de regulamentação não se conseguiu alcançar: as exigências em matéria de informação continuaram diferentes e, no plano segurador, o regime incluiu disposições em sede de resolução do acto de aquisição do produto, o que não sucedeu nos outros casos. Acresce que a qualificação como ICAE não esteve nunca associada a definição de uma única autoridade de supervisão ou de uma disciplina prevalecente.

O conceito de ICAE não foi acolhido pela DMIF e, para além de no domínio bancário ter sido abandonado⁴⁰, o seu interesse no plano dos seguros perdeu-se grandemente, dado que o núcleo dos produtos do sector dos seguros que eram abrangidos pela noção de ICAE foi objecto da qualificação como instrumentos financeiros por equiparação analisada no ponto anterior. A estas circunstâncias, e contribuindo também, para a tendência de desaparecimento

⁴⁰ O Aviso 6/2002 do Banco de Portugal referido no texto foi, entretanto, revogado pelo Aviso 5/2009, da mesma entidade.

da autonomia deste conceito, acresceu ainda o aparecimento da regulamentação, no plano informativo e de publicidade, da categoria a que adiante nos referiremos (os produtos complexos).

3.8. Já como uma das componentes da resposta normativa à crise financeira iniciada no Verão de 2007, surgiu a categoria dos chamados “produtos complexos”⁴¹. Trata-se de uma categoria prevista pelo DL 211-A/2008, de 3 de Novembro, e que foi definida nos seguintes termos:

“Instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento jurídico já existente, têm características que não são directamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rendibilidade”.

O regime criado por este diploma, que expressamente incluiu no seu âmbito de aplicação os ICAE, tem como traves mestras:

- a obrigação de os instrumentos por ele qualificados como produtos complexos serem identificados como tal;
- a obrigação de a comercialização destes produtos ser realizada com base num prospecto informativo: *“A informação constante do prospecto informativo a que se refere o número anterior tem que ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva, lícita e adequada de modo a garantir o investimento de acordo com critérios de compreensão, adequação e transparência”;*
- a sujeição da publicidade destes produtos a aprovação pela autoridade competente.

Grande parte da disciplina dos produtos complexos foi deixada pelo DL 211-A/2008, de 3 de Novembro, para diplomas regulamentares, tendo para o efeito sido aprovados o Regulamento 1/2009, da CMVM e o aviso do Banco de

⁴¹ Cf Paulo Câmara, Crise Financeira e Regulação, ROA, Ano 69, III/IV, pags 717-719 e

Portugal 5/2009 (que remete, na parte relativa à publicidade, para o Aviso do Banco de Portugal 10/2008).

O objectivo subjacente à consagração desta categoria foi um objectivo semelhante ao que já presidira à previsão da figura dos ICAE atrás referida. Esse objectivo foi, neste caso, mais conseguido, dada a unidade decorrente da previsão dos produtos complexos por um diploma único. No entanto, mais uma vez, não se alcançou uma uniformidade da disciplina aplicável, uma vez que parte dela continuou a depender de supervisão e regulamentação sectorial, nem sempre coincidente (veja-se, por exemplo, o regime relativo ao prospecto informativo, dependente de aprovação do Banco de Portugal nos produtos por ele supervisionados (artigo 4º nº 2 do Aviso 5/2009), mas não no caso dos sujeitos à supervisão da CMVM, cujo Regulamento 1/2009 prevê, no seu artigo 4º, uma mera obrigação de envio prévio)⁴². A previsão e regulamentação dos produtos complexos revela, porém, de uma forma inequívoca, a tendência já assinalada ao longo dos pontos anteriores, de busca de uniformização, sobretudo informativa e tomando por base a do sector mobiliário, na disciplina de produtos que contêm elementos de vários sectores (bancário, mobiliário e segurador), independentemente do seu tipo base, uniformização que se explica, a um tempo, pela necessidade de lidar com a complexidade inerente à associação num mesmo instrumento de características de instrumentos diferentes e, a outro tempo, como modo de

⁴² Esta manutenção da supervisão e regulamentação sectorial obrigou o Banco de Portugal e a CMVM a clarificar o respectivo âmbito de intervenção, “separando águas” quanto aos produtos que cada um supervisiona. Veja-se, nesse âmbito, o importante entendimento conjunto divulgado em 12.03.2009, que identificou com rigor o que se pode considerar como depósito bancário (supervisão do Banco de Portugal) e aplicações em instrumentos financeiros (da supervisão da CMVM):

- depósitos: produtos em que existe sempre a garantia de reembolso do capital pelo balanço do Banco (ponto entretanto reforçado pela previsão do artigo 4º do Aviso 6/2009 do Banco de Portugal; a sua remuneração pode ser simples ou variável (função de indexantes do mercado monetário ou instrumentos financeiros);
- aplicações em instrumentos financeiros: a exposição directa a um instrumento financeiro; a exposição indirecta a um instrumento financeiro via exposição aos respectivos riscos e benefícios.

evitar diferenças de tratamento normativo de produtos que apresentam, do ponto de vista do investidor, perfil funcional ou económico semelhante⁴³.

3.9. Em síntese, o que retiramos deste breve excurso pela noção de valores mobiliários e pelas várias categorias de instrumentos que a lei portuguesa tem vindo adicionalmente a prever⁴⁴ é que, embora de forma desordenada e com sobreposições várias:

⁴³ Conforme foi referido a propósito do ponto 3.6., recentemente, e já depois de este texto ter sido escrito, foi publicado o Regulamento da CMVM 2/2012 (publicado no DR 2ª série de 26 de Novembro de 2012), cuja entrada em vigor está definida como sendo 1 de Janeiro de 2013. Este regulamento revoga e substitui o Regulamento 1/2009 referido no texto. Este novo regulamento mantém as linhas mestras da disciplina anterior, no sentido da imposição da qualificação de determinados produtos como produtos financeiros complexos, da obrigação de a sua comercialização (quando dirigida a, pelo menos, cinco investidores não qualificados residentes ou com estabelecimento em Portugal) ser realizada com base num documento informativo (agora designado por Informações Fundamentais ao Investidor, ou, abreviadamente, IFI) e da sujeição da publicidade relativa a estes produtos a aprovação prévia pela CMVM. É-lhes acrescentada uma disposição muito relevante: a imposição de um dever de avaliação da adequação do produto às circunstâncias pessoais do investidor (artigo 28º nº 1), importando uma solução que já constava do Regulamento 8/2007 e que citámos no final do ponto 3.6. supra.

Para além dos aspectos referidos, são de sublinhar, sobre o novo Regulamento, os pontos seguintes:

- contém uma disciplina mais desenvolvida sobre o âmbito dos produtos abrangidos (cf artigo 2º);
- contém uma disciplina mais completa e densa dos deveres de informação, seja na fase pré-contratual, seja na fase pós-contratual (artigos 5º a 20º); avulta, no que respeita à fase pré-contratual e para além da previsão da existência e requisitos da acima referida IFI, a previsão da existência de alertas gráficos, o alargamento e normalização das advertências aos investidores, a preocupação com a uniformização da linguagem (incluindo a previsão de expressões de uso restrito) e a disciplina da informação acerca dos cenários de evolução futura do produto e da sua rentabilidade; no que respeita à fase pós-contratual, acentuam-se os deveres em sede de actualização da informação;
- inclui a previsão de deveres de informação à CMVM e ao mercado (artigos 21º e 22º);
- aperfeiçoa o regime relativo à publicidade e as regras que disciplinam a sua aprovação (artigos 23º a 27º).

Esta nova disciplina dos produtos financeiros complexos confirma a tendência referida no texto da busca de uma uniformização, sobretudo informativa, e tomando por base o regime existente no sector mobiliário, na disciplina de produtos que contêm elementos de vários sectores, mas não elimina o que também no texto se assinalou acerca das limitações dessa uniformização, designadamente as que decorrem da existência de uma regulamentação que continua a ser sectorial.

⁴⁴ Num plano diferente, e para além das categorias que fomos referindo ao longo do ponto 3 da exposição, temos ainda a divisão entre os instrumentos financeiros complexos e não complexos para efeitos do CVM. São não complexos, para este efeito, os instrumentos:

(i) Previstos pelo artigo 314º-D do CVM.

(ii) Definidos como as acções “cotadas”, obrigações “simples”, UPs “harmonizadas”, instrumentos do mercado monetário e outros que, não sendo derivados:

- tenham liquidez (frequentes oportunidades para o alienar a preços que sejam públicos e não determinados pelo emitente)
- não impliquem a assunção de responsabilidades pelo cliente que excedam o custo de aquisição
- esteja disponível publicamente informação adequada sobre as suas características, que permita a um investidor não qualificado médio avaliar, de forma informada, a oportunidade de realizar uma operação sobre esse instrumento financeiro

O efeito da qualificação de um instrumento como não complexo para efeitos do CVM é apenas um: para o serviço de mera recepção/transmissão/execução de ordens é dispensado dever de ajuizar adequação da operação e os deveres subsequentes de alerta do investidor ou de recusa de realização da operação.

Sobre esta qualificação, ver Paulo Câmara, “O dever de adequação (...), pags 1320 a 13222.

- a) Se surpreende a criação de novos tipos/conceitos de instrumentos financeiros ou equiparados;
- b) Numa evolução quase sempre explicada pela vontade de corrigir assimetrias regulatórias entre instrumentos com características jurídicas diferentes (pertencentes ao sector mobiliário/bancário/segurador) mas funções económicas semelhantes;
- c) Sendo o método, grosso modo, o de alargar sistema informativo próprio dos valores mobiliários.

3.10. Para terminar a abordagem inicial ao segundo dos termos do tema desta exposição (Operações sobre Valores Mobiliários), falta-nos fazer uma breve referência ao elemento “Operações”.

Por Operação sobre valores mobiliários, a doutrina tem vindo a entender o conjunto de actos jurídicos e materiais relacionados e unificados por um fim comum: a criação, transmissão ou extinção de valores mobiliários⁴⁵.

Na operação de criação dos valores mobiliários, está em causa:

- na perspectiva do emitente, a emissão do valor mobiliário e sua oferta à subscrição pelos investidores (o que abrange, designadamente, o processo de tomada de decisão sobre a realização da emissão e da oferta, a formulação da proposta inerente à oferta⁴⁶ e, quando seja o caso, a prévia intervenção da CMVM na aprovação do prospecto);
- na perspectiva do investidor, a declaração de vontade de subscrição (ou seja, de aquisição originária) do valor mobiliário e a prestação da respectiva contrapartida.

⁴⁵ Ver, neste sentido, Paulo Câmara, Manual (...), pag 315.

⁴⁶ No direito português, a oferta pública consubstancia uma proposta contratual dirigida ao público. Sublinhando o ponto, cf Carlos Osório de Castro, A Informação (...), pag 340).

Na transmissão de valores mobiliários, está em causa a sua alienação/aquisição derivada, sendo que as características e, portanto, requisitos da operação de transmissão variam em função, entre outros aspectos:

- da forma e modalidade do valor mobiliário, bem como da sua integração ou não em sistema centralizado;
- de o mesmo estar ou não admitido à negociação;
- quando se trate de transmissões singulares, de ser feita em mercado⁴⁷ ou fora de mercado;
- quando se trate de transmissões em que num dos polos esteja um conjunto de investidores, de se tratar ou não de ofertas (Ofertas de Venda ou Ofertas de Aquisição) dirigidas a conjuntos indeterminados de pessoas e, portanto, de se tratar ou não de ofertas públicas⁴⁸.

Finalmente, nas operações de extinção dos valores mobiliários estão em causa, como o seu nome indica, actos dirigidos à extinção de valores mobiliários. São exemplo delas operações como a redução de capital com amortização de acções, a compra de obrigações para amortização, etc.

Em todas estas operações, a vertente “informação” tem um papel fundamental. É a isso que dedicaremos a parte seguinte da exposição.

⁴⁷ A transmissão em mercado e, em particular em mercado regulamentado, tem um regime marcado por vários aspectos que são de sublinhar e que, em cima do que já resulta do regime circulatório específico dos valores mobiliários, vão dirigidos a assegurar a confiança, fluidez e segurança das transmissões: vejam-se, entre outros, o quadro de anonimato em que as transacções de mercado têm lugar, associado à interposição de intermediários financeiros e, eventualmente, de uma contraparte central (cf artigos 206º e 258º do CVM), a obrigação del credere do intermediário perante o seu cliente (artigo 334º do CVM) e a obrigação daquele perante o sistema de liquidação (artigo 279º do CVM). Tendo em conta algumas destas características especiais da transmissão de valores mobiliários em mercado, é muito discutida a sua natureza jurídica, vg se tem natureza contratual ou corresponde à mera conjugação de negócios jurídicos unilaterais. Cf, a este propósito, Carlos Ferreira de Almeida, Contratos II, pag 133 (nota 64) e os autores aí mencionados.

⁴⁸ A indeterminação dos destinatários da oferta é o critério base para a qualificação de uma oferta como pública – cf artigo 109º nº 1 do CVM e, entre outros, o nosso Estudo sobre as Ofertas Públicas de Distribuição, Revista da Banca, 46, pags 30 e segs.

4. Como é que a informação é relevante para as operações sobre valores mobiliários? Tipos genéricos de conexão entre informação e valores mobiliários

Podemos identificar três tipos genéricos de conexão entre “Informação” e “Valores Mobiliários”, que correspondem a três planos em que aquela releva para estes:

4.1. O primeiro é que o poderemos designar pelo das consequências do fenómeno da literalidade por referência a que atrás nos referimos.

Já vimos que os valores mobiliários são documentos que não são autosuficientes para definirem o conteúdo da situação jurídica representada. Donde ser sempre necessária, para que o titular do valor mobiliário possa conhecer o seu conteúdo, a existência e, portanto, preparação, acesso e/ou divulgação de documentos que contêm essa informação.

4.2. O segundo plano é o do quadro informativo geral que tem de existir sempre que são realizadas operações de mercado (seja ofertas públicas, seja transmissões em mercado, vg em bolsas de valores):

- a) A emissão/oferta pública de subscrição de valores mobiliários e a respectiva subscrição pelos investidores só podem ser realizadas no âmbito de um quadro de informação sobre o emitente, os valores a emitir e os riscos envolvidos: é exigida, para o efeito, a divulgação de um documento com essa informação, designado por prospecto;
- b) A transmissão/aquisição derivada de valores mobiliários em mercado é realizada tendo presente a informação divulgada no momento da respectiva emissão ou admissão à negociação, somada à que o emitente é obrigado a divulgar para manter aquela permanentemente actualizada. A

isto acresce, se estiver em causa uma operação dirigida a um conjunto de investidores (OPV ou OPA), a exigência de um documento informativo sobre essa operação específica (também designado por prospecto).

4.3. O terceiro e último plano é o do quadro informativo concreto de cada singular operação sobre valores mobiliários, quadro esse que corresponde à informação que cada investidor deve dispor para a sua realização.

Em regra, as operações de aquisição/alienação de valores mobiliários são realizadas com a intermediação de intermediários financeiros. O quadro informativo concreto a que nos referimos corresponde, precisamente à informação que estes intermediários, no quadro dos deveres de informação a que já atrás aludimos, prestam ao investidor, fazendo-o (ou devendo-o fazer), sublinhe-se de forma modulada, por forma a atender às específicas características e necessidades de informação de cada investidor.

Este último plano revela a importância que têm os intermediários financeiros no assegurar que as operações sobre valores mobiliários são realizadas num quadro informativo adequado, o que, por sua vez, é essencial para que os investidores estejam disponíveis a correr directamente o “risco empresa”, ou seja, o risco do emitente, e portanto, a canalizar directamente fundos para as empresas⁴⁹.

⁴⁹ Este plano é fundamental também a outra luz: por causa da sua “alergia” ao remédio da invalidação dos negócios celebrados sobre valores mobiliários celebrados (compreensível à luz do interesse em assegurar a fluidez da circulação mobiliária e eficiente funcionamento dos mercados de valores mobiliários), a disciplina mobiliária dedica um especial cuidado à fase da formação desses negócios e a assegurar que a mesma ocorre de forma livre, informada e esclarecida. A existência de um quadro informativo concreto adequado na fase da formação das operações sobre valores mobiliários ganha, a essa luz, uma relevância maior do que noutros sectores. Sublinhando este ponto, cf Paulo Câmara, Manual (...), pag 573.

A realização de operações sobre valores mobiliários tem sempre lugar, portanto, tendo por pano de fundo um quadro informativo, quadro esse que é formado no âmbito de disposições legais imperativas e que se revela mais acentuado quando se esteja perante operações dirigidas a investidores não qualificados ou quando incidam sobre valores mobiliários admitidos ou a admitir num mercado.

Os passos seguintes desta exposição destinam-se a identificar razão de ser específica desse facto ou seja, dito de outro modo, o fundamento específico da tutela informativa realizada pelo sistema informativo mobiliário⁵⁰. O exercício que para o efeito realizaremos será o de analisar a informação exigida numa operação concreta sobre valores mobiliários, comparando-a com a exigida numa operação bancária. Essa comparação corresponderá, portanto, ao “banco de ensaio” com base no qual procuraremos isolar aquela razão de ser.

5. A Informação em acção: a Informação numa operação concreta sobre valores mobiliários

5.1. Começemos por identificar a base de comparação de operações. O que nos propomos fazer é:

- Identificar os deveres de informação concretos numa operação sobre valores mobiliários: a emissão pública de obrigações, com admissão à cotação, dirigida a investidores não qualificados;

⁵⁰ Designaremos, de forma simplificada, por sistema informativo mobiliário, o complexo formado pelos deveres de informação que descrevemos no ponto 2.4. do texto, utilizado o termo “sistema” por forma a sublinhar a circunstância de se descobrir na sua base um conjunto de princípios e objectivos comuns e, nesse sentido, unificadores.

- Compará-los de seguida com os deveres de informação aplicáveis numa operação que não tenha por objecto valores mobiliários: depósito bancário a prazo.

A *ratio* da escolha destas operações está no facto de, do ponto de vista do investidor (do subscritor/adquirente destes produtos) serem, como se verá, aplicações “alternativas”.

A comparação tem um objectivo preciso: procurar surpreender e compreender a razão de ser específica das exigências de informação no plano mobiliário.

5.2. Antes de identificar os deveres informativos em cada uma daquelas operações, importa caracterizar sinteticamente cada uma delas.

5.2.1. As obrigações correspondem ao tipo nuclear dos valores mobiliários representativos de dívida.

São definidas pelo artigo 348º do Código das Sociedades Comerciais como (referindo-se a obrigações, no plural) “Valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais”.

Trata-se, portanto, na sua configuração mais simples, de um valor mobiliário:

- (i) que incorpora (representa) direitos de crédito que têm por objecto prestações em dinheiro; um direito “principal”: direito ao reembolso do valor nominal da obrigação (o capital mutuado) na(s) data(s) fixadas nas condições da emissão⁵¹; um direito “acessório”: na medida em que tal conste das condições de emissão, o direito a recebimentos periódicos de juros durante a vida útil do empréstimo⁵²;
- (ii) em cuja emissão está subjacente um contrato de mútuo;

⁵¹ As chamadas obrigações perpétuas, em que esta característica não existe, não são, assim, verdadeiras obrigações (não se integram neste tipo de valor mobiliário). Contra, José Engrácia Antunes, ob. cit, pag 92.

⁵² Nas chamadas obrigações de cupão zero, esta característica não existe: a remuneração do investidor é alcançada mediante a modulação do valor de emissão e de reembolso.

- (iii) mas em que há lugar à emissão de um documento representativo e apto a circular, documento que permite ao investidor, pela sua venda, reaver parte ou a totalidade do investimento sem aguardar pelo vencimento;
- (iv) emitido de forma massificada.

Olhada num prisma funcional, a obrigação pode também ser vista como um meio pelo qual o emitente/empresa satisfaz as suas necessidades de financiamento, obtendo esse financiamento directamente aos detentores da poupança (investidores), ou, noutra perspectiva, um meio de aplicação, por parte dos investidores, de poupança em empresas⁵³, através de um instrumento que lhe proporciona o direito ao reembolso da poupança investida acrescida de um juro.

5.2.2. O depósito bancário, por sua vez, pode caracterizar-se da seguinte forma:

- (i) traduz-se num depósito (entrega), em dinheiro, junto de um banco;
- (ii) é ou está próximo, juridicamente, de um depósito irregular (isto é, um depósito em que a coisa depositada é fungível) e em que portanto:
 - a propriedade do dinheiro se transfere para o depositário (que o pode usar na sua actividade);
 - o dever de restituição do depositário é um dever de restituição do equivalente/montante depositado⁵⁴;
- (iii) Para o exercício que temos em curso, interessa, ainda, distinguir o depósito bancário à ordem do depósito bancário a prazo⁵⁵:

⁵³ Sendo assim uma das formas de concretização do fenómeno habitualmente designado pela desintermediação financeira, ou seja, da canalização de poupanças dos investidores para as empresas sem ser através da intermediação dos bancos.

⁵⁴ Dever este consagrado legalmente e que constitui, como se viu atrás, a base da distinção entre depósitos bancários e outro tipo de aplicações financeiras (cf artigo 4º do Aviso 6/2009 do Banco de Portugal e Entendimento Comum do Banco de Portugal e CMVM de 12.03.2009).

⁵⁵ Ver, sobre esta distinção, o DL 430/91, de 2 de Novembro.

- no depósito à ordem, o depositante pode exigir o montante depositado a todo o tempo, avultando, assim, como causa/função principal a guarda dos fundos: estamos, assim, muito próximos de um depósito irregular “puro”⁵⁶;
 - no depósito a prazo, a obrigação de restituição está sujeita a um termo, tipicamente fixado também no interesse do Banco, que paga juros ao depositante: estamos perante ou pelo menos muito próximo de um contrato de mútuo - o depósito tem essencialmente como causa/função o financiamento do Banco⁵⁷
- ⁵⁸ .

Olhado num prisma funcional, o depósito bancário e, em particular, o depósito a prazo, pode também ser visto como um meio de financiamento do intermediário (o banco), que depois usa os recursos captados nesse financiamento para por sua vez, financiar as empresas⁵⁹. Noutra perspectiva, o depósito bancário apresenta-se como um meio de aplicação, por parte dos investidores, de poupança num banco, através de um instrumento que lhe proporciona o direito ao reembolso da poupança investida acrescida de um juro.

⁵⁶ Defendendo, nesta linha, alguma doutrina, que o interesse contratual prevalecente é o do depositante. Contra, assinalando que o depósito é realizado no interesse de ambas as partes, sendo difícil apurar um interesse prevalecente, Paula Camacho, *Do Contrato de Depósito Bancário*, pag 189.

⁵⁷ Assinalando, nessa linha, alguma doutrina, ser, nesse sentido, o interesse contratual prevalecente o do Banco.

⁵⁸ Na linha desta distinção e qualificação dos depósitos à ordem e a prazo, embora de forma mais acentuada, ver Carlos Barata, *Contrato de Depósito Bancário, Estudos em homenagem do Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles, Vol II*, pags 49-51. Na linha de uma “figura unitária, típica, autónoma e próxima, historicamente, do depósito irregular”, António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, 3ª edição, pag 482. Numa orientação de qualificação de ambos os tipos de depósitos como mútuos, Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II*, pag 144 e Paula Camacho, *ob. cit.* pags 145 e segs e, em particular, pags 208-210.

⁵⁹ Sendo assim a forma de concretização do fenómeno habitualmente designado pela intermediação financeira, ou seja, da canalização indirecta (com a intermediação dos bancos depositários) de poupanças dos investidores para as empresas. O termo “empresas” que usamos aqui e noutros locais do texto é utilizado num sentido lato e “económico”, para abranger aquelas entidades que exercem uma actividade económica não financeira e que carecem de ter acesso às poupanças de terceiros para captar os recursos necessários para essa actividade, podendo aceder-lhe directamente ou por intermédio das entidades financeiras. Temos presente, para esse efeito, o binómio “Famílias/Empresas”, por vezes utilizado na economia, para designar, respectivamente, os detentores e aplicadores da poupança e os que dela carecem. Trata-se, obviamente, de uma aproximação esquemática e simplificada da realidade (é manifesto que as Empresas também têm poupanças para aplicar e que as Famílias também carecem de financiamento e, portanto, de aceder à poupança de terceiros), mas, para o exercício que se empreende no texto, é uma aproximação adequada.

5.2.3. As principais semelhanças e diferenças que, assim, e com relevância para o exercício que estamos a fazer, se descobrem entre as obrigações e os depósitos a prazo são assim as seguintes:

- (i) No plano das diferenças:
 - as obrigações são valores mobiliários, enquanto que os depósitos não o são;
 - nas obrigações temos uma relação (directa) entre o Investidor (Detentor da Poupança) e a Empresa (Emitente); nos depósitos bancários, pelo contrário, a relação é entre o Investidor (Detentor da Poupança e Cliente) e o Banco (Intermediário), podendo depois este usar os fundos captados numa relação de financiamento da Empresa, mas sem que o Investidor se relacione com esta; ou seja, num caso, temos uma situação de “desintermediação”, noutro de “intermediação”⁶⁰.
- (ii) Porém, em ambos os casos, estamos perante relações assentes no mútuo, tendo por função o financiamento da emitente (no caso das Obrigações) ou do Banco (no caso dos depósitos a prazo), e em que, portanto:
 - a propriedade dos fundos aplicados se transfere para o emitente/depositário, que os pode usar no seu interesse;
 - o emitente/depositario tem o dever de restituição do equivalente findo determinado prazo;
 - o investidor tem um direito de crédito à restituição do dinheiro entregue e respectivos juros.

⁶⁰ Ver nota anterior.

Ou seja, do ponto de vista do investidor estes produtos são semelhantes e, portanto, alternativos: trata-se de produtos que proporcionam uma aplicação de fundos remunerada por um juro e em que é previsto o direito ao reembolso dos fundos aplicados⁶¹. Trata-se, portanto, de um bom banco de ensaio para o nosso exercício de isolamento da razão de ser específica dos deveres de informação mobiliários.

5.3. Vejamos, então, os principais aspectos do quadro informativo relativo às Obrigações objecto de uma emissão pública, dirigida a investidores não qualificados, a admitir à negociação.

5.3.1. Relativamente à oferta pública de subscrição das Obrigações⁶², temos:

5.3.1.1. No que respeita à oferta em si mesma:

- a) dever de divulgação prévia de prospecto de emissão e de admissão (artigo 134.º e 236.º CVM, elaborado nos termos do Regulamento (CE) n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de Abril de 2004) e contendo, entre outras⁶³:
 - informação sobre as obrigações e sobre as condições da oferta e admissão;
 - informação sobre a situação financeira e económica do emitente;
 - factores de risco (capacidade de reembolso do emitente e todos os factores que a podem afectar; riscos das obrigações: liquidez, cambiais, mercado);
- b) sujeição do prospecto a aprovação pela CMVM (artigo 114º nº 1 CVM)⁶⁴;

⁶¹ Está em causa, portanto, uma semelhança que podemos apelidar de funcional, sendo essa capacidade de desempenhar uma função semelhante que permite afirmar a característica de se poderem apresentar, para o investidor, como produtos alternativos.

⁶² A situação que temos em vista é a de uma oferta pública de subscrição sujeita ao regime geral previsto pelo CVM e no Regulamento comunitário e não, portanto, aquelas para as quais são previstas excepções ou derrogações quanto ao conteúdo da informação a prestar (vg os casos previstos no artigo 111º do CVM).

⁶³ Cf artigo 8º e Anexo V do Regulamento referido no texto.

c) publicidade da oferta sujeita a aprovação CMVM (artigo 121º CVM).

5.3.1.2. No que respeita à transmissão da ordem de subscrição pelo investidor ao intermediário financeiro temos que contar com os deveres deste último de prestação da informação necessária para uma tomada de decisão de investimento esclarecida e fundamentada por parte daquele (artigo 312.º, n.º 1), sendo que este dever de informação:

- a) deve ser modulado em função do conhecimento e experiência do investidor (artigo 312.º, n.º 2 do CVM);
- b) deve, em particular, incluir informação sobre os riscos envolvidos (artigos 312.º-A, 312º-C a 312.º-E do CVM).

5.3.2. Na fase pós emissão das Obrigações, temos:

5.3.2.1. Obrigações de informação “contínua”, ou seja, de actualização da informação dada no momento da emissão, no que respeita a:

- contas anuais e, em determinados casos, semestrais (artigos 245.º e 246.º do CVM)⁶⁵;
- informação sobre transacções das obrigações realizadas pelos dirigentes do emitente (artigo 248º-B do CVM);
- informação que seja *price sensitive* sobre o emitente ou as obrigações emitidas (artigo 248º do CVM)⁶⁶;

5.3.2.2. Na transmissão das obrigações em mercado regulamentado, é aplicável o referido no ponto 5.3.1.2. anterior.

5.3.3. Ainda relativamente à fase pós emissão das Obrigações, deve ser realçado que a lei assegura aos respectivos titulares alguma capacidade de intervenção na vida da emitente, o que resulta da previsão e

⁶⁴ Sobre esta aprovação e sua natureza de acto administrativo, cf André Figueiredo, ob cit, pags 74-78.

⁶⁵ Acerca da informação financeira e, em particular, da tutela jurídico sancionatória da informação financeira das sociedades abertas, cf Frederico da Costa Pinto, Falsificação de Informação Financeira nas Sociedades Abertas, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, em particular, pags 101-105 e 123 e segs.

⁶⁶ A estes deveres acresce-se ainda a informação exigida às emitentes que sejam consideradas, pelo DL 225/08, de 20 de Novembro, como “entidades de interesse público”, o que é o caso das emitentes de valores admitidos à negociação em mercado regulamentado: “*say on pay*” anual dos accionistas e divulgação de remuneração de membros dos órgãos de administração e fiscalização (Lei 28/2009, de 19 de Junho).

regulamentação das assembleias de obrigacionistas, da previsão da existência de um representante comum dos mesmos, e da atribuição aos mesmos de direitos de intervenção em determinados actos relativos à política / governo do emitente, como por exemplo os de fusão ou cisão, bem como, ponto que aqui nos interessa de sobremaneira, do direito de receber documentação da sociedade, enviada ou tornada patente aos accionistas, nas mesmas condições estabelecidas para estes (artigo 359º nº 1 d) do Código das Sociedades Comerciais).

5.3.4. Finalmente, importa sublinhar a regulamentação de forma especial de aspectos da responsabilidade civil pela violação dos deveres de informação acima identificados, bem como a previsão de que tais violações consubstanciam contraordenações. Relativamente ao primeiro aspecto, refira-se:

a) A previsão pelo CVM de um regime especial da responsabilidade pelo prospecto de oferta pública (artigos 149.º e ss CVM), extensível ao prospecto de admissão (artigo 243º do CVM) e, por remissão para este, à violação dos deveres “pós emissão” mencionados no ponto 5.3.2. supra (artigo 251º do CVM)⁶⁷, regime de que é de destacar:

- a identificação de um conjunto de pessoas que são considerados responsáveis, de forma solidária, e cuja culpa se presume (artigos 149º nº 1 e 151º do CVM);
- o padrão de culpa definido: elevados padrões de diligência profissional (artigo 149º nº 2 do CVM);
- em alguns casos, responsabilidade objectiva (artigo 150º);

⁶⁷ Sobre o regime em apreço, cf, entre outros, Paulo Câmara, Manual (...), pags 752 e segs, Margarida Azevedo de Almeida, ob.cit. pag 28 e Heinz Dieter Assmann, Civil Liability for the Prospectus, Direito dos Valores Mobiliários, Vol VI, pags 163 e segs; no plano mais geral da responsabilidade pela prestação de informações e da respectiva dogmática, Jorge Sinde Monteiro, Responsabilidade por Conselhos Recomendações e Informações e Manuel Carneiro da Frada, Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil, pags 180 e segs.

- nexo causal adaptado⁶⁸, no sentido de que demonstrada a existência de um vício informativo do prospecto e do dano, presume-se que este decorre daquele (artigo 152º nº 2 *a contrario*);

b) A consagração de regras específicas sobre a responsabilidade pela violação dos deveres de informação do intermediário financeiro referidos no ponto 5.3.1.2. supra: padrão elevado (elevados padrões de diligência – artigo 304.º nº 2 do CVM); presunção de culpa (artigo 304.º-A nº 2)⁶⁹.

5.4. Passemos, agora, à identificação do quadro informativo aplicável à contratação de um depósito bancário a prazo

5.4.1. A primeira nota é a de que, até recentemente, existia sobre os depósitos bancários uma disciplina legal muito limitada, basicamente limitada ao DL 430/91, de 2 de Novembro. No que respeita ao quadro informativo, a disciplina que era aplicável era caracterizada:

- pela ausência de qualquer obrigação de registo/aprovação prévios da emissão/contratação do depósito a prazo⁷⁰;
- pela ausência de obrigação de entrega de qualquer documento informativo ao depositante e, portanto, de o sujeitar a aprovação da autoridade de supervisão.

Nesse quadro, contava-se, essencialmente, com o princípio geral do artigo 76º (hoje 75º) do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGIC): “*Os membros dos órgãos de administração das instituições*

⁶⁸ A expressão é de Paulo Câmara, Manual (...), pag 769; sobre o ponto, ver notas de Heinz Dieter Assmann sobre o que designa por “*reliance*”, ob. cit. pags 181-182.

⁶⁹ Sobre esta matéria, cf., entre outros, Luís Menezes Leitão, Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros, Direito dos Valores Mobiliários, II, pags 147 e segs e Felipe Canabarro Teixeira, ob. cit, pags 74 a 79 e o nosso “Consultoria (...), pag 400-401..

⁷⁰ Isto sem prejuízo de os Bancos, únicas entidades autorizadas a captar e contratar depósitos, serem entidades cuja constituição está sujeita a autorização administrativa.

de crédito, bem como as pessoas que nelas exerçam cargos de direcção, gerência, chefia ou similares, devem proceder nas suas funções com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, de acordo com o princípio da repartição de riscos e da segurança das aplicações e ter em conta o interesse dos depositantes, dos investidores, dos demais credores e de todos os clientes em geral.”.

5.4.2. Recentemente, porém, assistiu-se ao aparecimento de uma extensa disciplina sobre a contratação de depósitos. Estão essencialmente em causa os avisos 4/2009 e 10/2008 do Banco de Portugal, que vieram impor regras sobre a qualidade da informação a prestar ao potencial depositante, o primeiro dos quais criando a obrigação de entrega do que foi designado por Ficha de Informação Normalizada ou FIN, e o segundo estabelecendo várias regras em sede de publicidade dos depósitos. Manteve-se, porém, a ausência da sujeição daquele documento informativo a registo/aprovações prévios (salvo no caso dos depósitos que se integrem na noção de produtos complexos, ou seja, de acordo com o Aviso 5/2009, os depósitos indexados e duais). Sublinhamos, desta nova disciplina, o seguinte:

- o objectivo e *“garantir ao depositante o acesso a toda a informação relevante para o conhecimento das características destes depósitos e respectivas contas e promover a comparabilidade entre diferentes alternativas antes da sua contratação, bem como assegurar o conhecimento dos elementos contratuais por parte do depositante e garantir a disponibilização de informação relevante durante a vigência do contrato de depósito”* (preâmbulo do Aviso 4/2009);
- a previsão de que a informação a prestar no quadro da negociação, contratação e execução de um depósito bancário deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e apresentada de forma legível (art. 3º do Aviso 4/2009);

- a referida obrigatoriedade de fornecimento da Ficha de Informação Normalizada em momento anterior ao da contratação do depósito, a qual deve conter (art. 4º do Aviso 4/2009): informação resumida sobre o prazo, condições de mobilização antecipada, taxa de juro e outros aspectos relativos aos juros, regime fiscal, menção à existência de garantia do capital e aos termos em que o depósito a prazo pode beneficiar do Fundo de Garantia de Depósitos e informação sobre sobre comissões e despesas (seja directamente, seja por remissão para o Preçário que os bancos são obrigados a divulgar nos termos do Aviso 8/2009 do Banco de Portugal).

5.4.3. Um aspecto que não foi alterado, e que contrasta com o que sucede na subscrição de Obrigações (que é, como referimos, tipicamente intermediada e “assistida” por um intermediário financeiro), é a ausência de intermediação. Ou seja, o interessado na contratação do depósito a prazo transmite a sua declaração (o equivalente à ordem de subscrição das Obrigações) ao Banco interessado (junto do qual se constitui o depósito):

- sem a intervenção/intermediação de um intermediário/especialista;
- e num quadro jurídico que estabelece uma assistência informativa menos intensa do que a que é aplicável na subscrição das Obrigações^{71 72}.

⁷¹O Banco junto do qual o investidor contrata o depósito está sujeito, nos termos do artigo 77º do RGIC a um “dever de informação e assistência”, mas este dever tem um conteúdo limitado não estando qualificado, como o dever dos intermediários financeiros perante os clientes que desejam subscrever Obrigações, por aquilo que considerámos ser a trave mestra dos deveres de informação específicos desses intermediários: o dever de prestar toda a informação necessária para decisão esclarecida e fundamentada por parte dos clientes e numa extensão e profundidade ajustadas ao grau de conhecimento e experiência do cliente. Efectivamente, o que se dispõe no artigo 77º do RGIC é o seguinte: *“As instituições de crédito devem informar com clareza os clientes sobre a remuneração que oferecem pelos fundos recebidos e os elementos caracterizadores dos produtos oferecidos, bem como sobre o preço dos serviços prestados e outros encargos a suportar pelos clientes”*.

⁷²No exercício que estamos a realizar, a intervenção do intermediário financeiro é de mera recepção e transmissão de ordens para a subscrição de instrumentos não complexos (artigo 314º-D do CVM), pelo que não é aplicável uma das dimensões da assistência informativa prevista, noutras situações, no domínio mobiliário, que corresponde à obrigação de avaliar o carácter adequado da operação face às características e objectivos do cliente. Em qualquer caso, porém, mesmo nestes casos de simples serviços de recepção e transmissão, o intermediário tem o dever de advertir o cliente de que na prestação do serviço em causa não está obrigado (e, portanto, não irá realizar) a determinação da adequação da operação face às suas circunstâncias específicas. Nada disto existe no plano da contratação de depósitos bancários.

5.4.4. Durante a vida do depósito a prazo, e mais uma vez em claro contraste com o que vimos suceder no caso das Obrigações, não está prevista uma obrigação de divulgação pública de contas do Banco depositário, nem existe a obrigação de divulgação de informação privilegiada⁷³.

O Banco depositário está apenas obrigado a prestar ao depositante informação sobre a remuneração que se vai vencendo e comissões (artigo 7.º do Aviso 4/2009 do BdP)⁷⁴.

5.4.5. Intervenção dos depositantes

Ao contrário do que sucede com os titulares de Obrigações, a lei não prevê a possibilidade de intervenção dos depositantes na vida do Banco depositário: não se prevê que existam assembleias de depositários ou seus representantes comuns, nem estão previstos direitos de intervenção face a determinadas vicissitudes dos Bancos ou direitos de recebimento de documentação que seja facultada aos accionistas.

5.4.6. Violação dos deveres de informação

A violação dos deveres de informação dos Bancos perante os depositantes acima identificados constitui contraordenação mas, diferentemente do que vimos suceder no caso do quadro informativo relativo às Obrigações, não se encontram previstas regras específicas em sede de responsabilidade civil pela sua violação.

⁷³ A afirmação do texto vale, naturalmente, para deveres fundados na circunstância de o Banco ter contratado o depósito a prazo. O Banco pode, por razões estranhas a esse facto (como o de ser uma sociedade aberta), estar sujeito a esse dever.

⁷⁴ Mencione-se, também, a informação exigida em resultado de os Bancos serem qualificados como “entidades de interesse público” (Lei 28/2009, de 19 de Junho e DL 225/2008, de 20 de Novembro): “*say on pay*” anual dos accionistas e divulgação de remuneração de membros dos órgãos de administração e fiscalização.

5.5. Quadro síntese da comparação do quadro informativo aplicável: emissão pública de Obrigações vs Depósito Bancário a Prazo

	Obrigações Cotadas	Depósito a Prazo
Princípio Geral	Artigo 7.º CVM: a informação deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita	Previsão semelhante no aviso 4/2009
Emissão	Aprovação do Prospecto pela CMVM	Registo no BdP da entidade
	Prospecto: informação sobre obrigações, emite e riscos	Até 2009, só o princípio geral de actuar como gestor criterioso, etc A partir de 2009, exigência da FIN (informação sobre o depósito mas não sobre emite e riscos)
Subscrição	Intermediação obrigatória:	Ausência de intermediação obrigatória: relação directa com IF
	Artigo 312º CVM: toda a informação necessária para decisão esclarecida e fundamentada, modulada a conhecimento e experiência e com referência a riscos	IF (talvez porque seja parte interessada) não está sujeito a deveres tão intensos (inexiste disposição paralela ao artigo 312.º CVM)
	Sendo mera execução e produtos não complexos, juízo de adequação não aplicável	
Pós emissão: info geral	Emitente deve tornar pública informação sobre as suas contas, sobre informação privilegiada e sobre transacções de dirigentes	Não existe
Pós emissão-transmissão:	Vide deveres de informação na subscrição	N/A
Intervenção no emitente	Assembleias de Obrigacionistas e Representante Comum. Intervenção em caso	Não existe

	Obrigações Cotadas	Depósito a Prazo
Responsabilidade civil dos IF pela violação de obrigações de informação	Regime especial	Inexistência de regime especial
	Normas de protecção (art 304º-A nº 1 e 483º); padrão elevado (elevados padrões de diligência - art. 304º nº 1); presunção de culpa (art 304.º-A nº 2)	- Presunção de culpa (artigo 799.º Código Civil)
	Prospecto (artigos 149º-154º CVM): Presunção de culpa; Casos de responsabilidade objectiva, solidariedade e padrão elevado de culpa	Inexistência de casos de responsabilidade objectiva; Padrão: diligência de um gestor criterioso e ordenado
Sanções para violação de obrigações de informação	Contraordenação	Contraordenação
	Prestação do devedor/emite não é garantida	Prestação do Banco é garantida até 100.000 euros - FGD
Garantias	SiI garante subscritor contra incapacidade de IF devolver fundos recebidos para execução de ordem de aquisição	
Exigências informativas em sede de política de remunerações	Sim (Lei 28/2009, de 19 de Junho e DL 225/2008, de 20 de Novembro)	Sim (idem)
Límites	Artigo 349.º CSC: dobro de capitais próprios/capitais não podem descer abaixo de valor emitido	Indirecto: limites ao activo
Publicidade	A relativa a oferta pública sujeita a aprovação da CMVM + princípios do artigo 7º	No caso dos DP, sujeição a princípios mas não a aprovação

5.6. Conclusão

Em conclusão, do excuro comparativo que se empreendeu nos pontos anteriores entre os deveres de informação aplicáveis numa operação relativa a Obrigações e uma relativa a um Depósito a Prazo, resulta essencialmente, e de uma forma genérica, o seguinte:

5.6.1. Informação na emissão/contratação:

Em ambos os casos se prevê a prestação pelo emitente/depositário de informação sobre o produto. Mas a informação exigida para as Obrigações (Prospecto) é mais densa do que a exigida para os depósitos a prazo (a FIN), em que, designadamente, não é exigida informação sobre o emitente e os riscos da operação.

5.6.2. Informação contínua

No caso das Obrigações, encontram-se previstos deveres de actualização “contínua” de informação sobre o Emitente e as Obrigações, o que não sucede quanto aos Bancos e depósitos a prazo por ele contratados.

5.6.3. Intermediação

A subscrição/contratação das Obrigações é intermediada, ao contrário do que sucede com a contratação de um depósito bancário a prazo. A intermediação que ocorre no primeiro caso, conduz a que a subscrição das Obrigações seja realizada num quadro de assistência informativa previsto pelo CVM para a comercialização de instrumentos financeiros, o que não sucede no caso dos depósitos a prazo; ou seja, no caso da subscrição de Obrigações a assistência informativa prevista é significativamente superior à devida no caso dos depósitos bancários a prazo;

5.6.4. Intervenção do investidor

Resulta das disposições do Código das Sociedades Comerciais alguma capacidade de intervenção na vida do emitente e de acesso a informação

por parte dos Obrigacionistas, aspecto para que não se encontra paralelo no caso dos titulares de depósitos bancários a prazo.

5.6.5. Regime da responsabilidade civil pela violação dos deveres de informação

A lei consagra nesta sede várias especialidades, mais favoráveis ao investidor, para a violação do quadro informativo aplicável no caso das Obrigações, o que não sucede no caso dos depósitos bancários a prazo.

5.6.6. Garantia do Fundo de Garantia de Depósitos

Os depósitos bancários (incluindo os que são a prazo) beneficiam de uma garantia do Fundo de Garantia de Depósitos, que garante o cumprimento, dentro de certos limites e condições, do crédito do investidor em caso de impossibilidade do Banco para o fazer. No caso das Obrigações, não existe essa garantia: o crédito do investidor sobre o emitente não é coberto por qualquer sistema de garantia que cubra o risco de este último não ter capacidade para o pagar (este risco não é coberto pelo Sistema de Indemnização de Investidores).

6. Resultados/Conclusões sobre a razão de ser específica do sistema informativo mobiliário

6.1. Aspectos gerais

Recordamos que usámos como “banco de ensaio” o par de operações “Obrigações objecto de oferta pública e admitidas à negociação/Depósitos bancários a prazo”, dados os elementos comuns e semelhança funcional que encontrámos, na perspectiva do investidor, entre estas duas realidades, isto apesar de as primeiras, ao contrário das segundas, terem a natureza de valores mobiliários. Efectivamente:

- em ambos os casos estamos perante mercados essenciais ao funcionamento da economia e da canalização de poupanças para Empresas (o mercado de valores mobiliários e o mercado bancário);
- em ambos os casos estamos, do ponto de vista do investidor, perante uma aplicação de fundos remunerada por um juro e em que o Investidor adquire um crédito sobre o emitente ao reembolso desses fundos, aplicação essa realizada na sequência de uma “oferta pública”⁷⁵;
- em ambos os casos se justifica a tutela e protecção dos investidores, entendidos colectivamente, como polo que forma a procura no mercado de valores mobiliários/bancário.

Qual então a explicação para as diferenças que encontrámos no quadro informativo aplicável, traduzidas numa menor intensidade informativa/de assistência/de protecção no caso dos depósitos bancários e, conseqüentemente, maior tutela do investidor em obrigações?

6.2. O prazo das operações

Uma primeira explicação poderia estar relacionada com o prazo das operações: em regra (embora não necessariamente) o prazo de reembolso do crédito integrado nas Obrigações tem uma duração maior

⁷⁵A oferta pública de subscrição de obrigações consubstancia, claramente, uma proposta contratual dirigida ao público (entendido como conjunto indeterminado de pessoas, tratadas, nesse sentido, de forma indiferenciada). No caso dos depósitos bancários é mais discutível que exista, da parte do Banco, uma oferta encerrando uma verdadeira proposta contratual. É certo que os Bancos divulgam, em cumprimento do disposto no Aviso 8/2009 do Banco de Portugal, um preçário que inclui um “Folheto de Taxas de Juro”, o qual deve permitir ao público “conhecer as taxas representativas aplicadas pelas instituições de crédito nas operações que habitualmente pratiquem ...”. Também sucede os bancos divulgarem condições de depósitos em mensagens publicitárias. Mas não é claro que isto seja bastante para se concluir encontrarem-se presentes todos os elementos substanciais e formais necessários para se estar perante uma proposta contratual. Embora o ponto não seja inequívoco, admitimos assim estarmos aí mais próximo de uma mera manifestação de disponibilidade para contratar, ou seja, de um convite a contratar (sobre o ponto, em geral, do convite a contratar e proposta contratual, c.f. Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos I*, 2ª edição, pags 89 a 93. Sobre o ponto específico dos depósitos bancários, embora mais numa perspectiva ligada à abertura de conta, c.f. Paula Camacho, *ob. cit.* pags 109 a 115 e, em particular, nota 329). De qualquer forma, a prática ou tendência vai muito no sentido de os Bancos não recusarem a contratação de depósitos a prazo, pelo menos se feita nas condições por eles publicamente divulgadas. É neste sentido, e ainda que conscientes da diferença assinalada, que dizemos no texto que em ambos os casos estes produtos são objecto de uma “oferta pública”.

do que o decorrente do depósito a prazo (em que os prazos de 3 meses a 1 ano são os mais frequentes) .

Essa, porém, não parece ser a explicação, ponto que nos parece demonstrado com a consideração do regime do papel comercial.

O papel comercial, regulado pelo DL 69/2004, de 25 de Março, é um valor mobiliário de natureza monetária. Caracteriza-se por representar direitos de crédito, tendo por objecto prestações pecuniárias, com prazo até um ano. Não há, portanto, entre o valor mobiliário “papel comercial” e os depósitos a prazo a diferença tendencial de prazos acima referida.

Ora, no plano informativo, o que verificamos é que, de acordo com o artigo 17º do diploma acima identificado, a realização de uma oferta pública de subscrição de papel comercial depende da divulgação de uma Nota Informativa cujos requisitos de conteúdo se aproximam mais do prospecto da oferta pública de subscrição de Obrigações do que da FIN dos depósitos a prazo. Efectivamente, e entre outros aspectos que suportam essa asserção, a Nota Informativa deve incluir informação sobre o emitente (incluindo, por exemplo, indicações sobre a *“dependência da entidade emitente relativamente a quaisquer factos que tenham importância significativa para a sua actividade e sejam susceptíveis de afectar a rentabilidade do emitente”* – alínea j) do nº 1 do referido artigo 17º), bem como sobre os riscos da oferta e dos valores mobiliários (*“A nota informativa de oferta pública de papel comercial deve ainda incluir, na sua capa, uma descrição dos factores de risco inerentes à oferta, ao emitente ou às suas actividades e uma descrição das limitações relevantes do investimento proposto, bem como, caso exista, a notação de risco atribuída à emissão ou ao programa de emissão”* – nº 2 do referido artigo 17º).

Ainda nesse plano informativo, verificamos que, na linha do que vimos suceder no caso das Obrigações e diferentemente do caso dos depósitos a prazo, o nº 5 do artigo 17º do DL 69/2004, de 25 de Março, prevê uma obrigação de o emitente de papel comercial actualizar a informação por si fornecida: *“Deve ser elaborada nova nota informativa, de que constem todos os elementos previstos nos números anteriores, sempre que ocorra qualquer circunstância susceptível de influir de maneira relevante na avaliação da capacidade financeira da entidade emitente ou do garante”*.

Acresce, finalmente, que o artigo 20º do diploma mencionado, manda aplicar o regime da responsabilidade do prospecto previsto no CVM aos vícios informativos da Nota Informativa: *“Aplica-se à informação incluída na nota informativa de ofertas públicas de papel comercial o disposto nos artigos 149.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários”*.

Ou seja, encontramos no papel comercial um valor mobiliário com prazos que como regra são semelhantes aos dos depósitos a prazo, mas em que detectamos, como sucedeu na comparação com as Obrigações, maiores exigências em sede informativa. O prazo não parece ser assim a razão de ser que procuramos.

6.3. A aptidão circulatória

Uma segunda explicação poderá residir na circunstância de as Obrigações, contrariamente aos depósitos a prazo, terem uma susceptibilidade e uma vocação para serem transmitidas em mercado. Esta circunstância parece-nos, de facto, explicar a necessidade de manter um quadro informativo permanentemente actualizado e os deveres que nesse sentido vimos existirem a cargo dos emitentes de

Obrigações objecto de oferta pública e admissão à negociação. Efectivamente, para que um mercado exista e funcione é necessário que exista procura, que existam, portanto, investidores interessados na aquisição dos valores mobiliários já emitidos. Ora, para que existam adquirentes de valores já emitidos, é necessário que a sua posição seja protegida, no sentido de poderem ter acesso a informação sobre os valores mobiliários a adquirir e, sobretudo e como ponto relevante para o aspecto que estamos a analisar, que tenham acesso a informação actualizada. Uma vez que, ao contrário do que sucede no momento da subscrição, a aquisição derivada não implica qualquer interacção com o emitente do valor mobiliário, a satisfação daquele requisito implica a existência de informação permanentemente actualizada “no mercado”⁷⁶. Diferentemente, no caso dos depósitos a prazo, não assistimos a transmissões/aquisições derivadas: cada novo depósito nasce de uma nova relação com o Banco e dá lugar a uma nova ocasião para a prestação de informação.

Portanto, parece-nos, em suma, que a aptidão circulatória das Obrigações (ou, mais em geral, dos valores mobiliários), reforçada pela sua emissão com oferta pública e admissão à negociação, explica e constitui a razão de ser de uma parte da tutela informativa mobiliária e da sua diferença face à que vimos existir no caso dos depósitos a prazo: essa parte corresponde àqueles deveres que têm em vista a manutenção de um quadro informativo actualizado.

Mas, parece-nos, aquela circunstância não explica as restantes diferenças que encontramos, designadamente no que respeita ao momento da emissão/contratação, a saber:

⁷⁶ Esta linha vale, com ajustamentos, também para o lado da oferta de Obrigações, no sentido em que a decisão de alienação não envolve, igualmente, qualquer interacção com o respectivo emitente mas carece, para ser tomada, de informação actualizada.

- Informação na emissão/contratação (prospecto versus FIN): a FIN tem menos informação que o Prospecto no que respeita, designadamente, aos riscos do investimento e ao emitente;
- Intermediação: deveres informativos menos intensos (ver 312^o n.º 1 do CVM) e ausência de intermediação na contratação do depósito a prazo (que acarreta, como se viu, uma menor assistência informativa ao investidor).

Com efeito, no momento da emissão/contratação, os dois produtos (Obrigações e depósito a prazo) estão em circunstâncias iguais, no sentido em que o investidor se relaciona com o respectivo emitente/depositário, não tendo a aptidão circulatória do primeiro o relevo específico que atrás identificámos para o momento pós/emissão.

6.4. Riscos económicos diferentes: as Obrigações como um risco maior

Parece-nos que é esta a verdadeira e fundamental razão de ser para a generalidade das diferenças em sede informativa que encontrámos e, em particular, para as que não são explicadas nos termos referidos no ponto anterior⁷⁷.

Esta resposta é óbvia quando consideramos outros valores mobiliários, como por exemplo, acções. O risco do investimento em acções é seguramente diferente do risco de um Depósito a Prazo: o investidor não tem um crédito ao reembolso do valor investido mas apenas ao valor residual da sociedade quando esta seja dissolvida, estando, assim,

⁷⁷ Poderia procurar-se uma outra explicação que seria a circunstância de enquanto que na oferta pública de subscrição de Obrigações haver uma clara proposta contratual do lado do emitente, o mesmo não suceder ou, pelo menos, não ser tão claro no caso dos depósitos a prazo (ver supra nota 75). Ainda que assim seja, não nos parece, atendendo designadamente ao que referimos nessa nota, que esta diferença no processo de formação do contrato justifique, de um ponto de vista da tutela do investidor (e é isso que em grande parte se joga no sistema informativo), diferenças tão significativas como as que encontrámos.

objectivamente mas também na sua perspectiva, sujeito a um risco diferente e maior, justificando-se, por isso, que no momento do investimento, as exigências informativas sejam também maiores e mais completas. Mas a consideração do valor mobiliário “acções” não nos permite apreender a razão de ser específica da tutela mobiliária (no sentido da razão de ser que a diferencia de outras, como a vigente no domínio bancário). Essa consideração poderia explicar, quanto muito, porque razão as exigências informativas ligadas ao valor mobiliário “acções” são diferentes e superiores às ligadas ao valor mobiliário “obrigações”⁷⁸.

Foi por isso que no “banco de ensaio” que utilizámos, escolhemos um valor mobiliário cujas características funcionais apresentam, à partida, muitas semelhanças com o depósito bancário a prazo. No caso das Obrigações, como vimos, tal como no caso do depósito a prazo, o investidor adquire um crédito pecuniário, tendo por objecto o reembolso do valor de capital investido. Ainda assim, porém, deveremos considerar que, no caso das Obrigações, se trata de um investimento que apresenta um risco diferente e maior do que o de um depósito a prazo? A resposta parece-nos ser afirmativa e fundar-se na conjugação das seguintes duas circunstâncias:

- o investimento em Obrigações é feito directamente na empresa/emitente (trata-se do fenómeno da “desintermediação” a que atrás aludimos);

⁷⁸ Ou seja, e noutra perspectiva: sustentar que a explicação e razão de ser do sistema informativo mobiliário e, em particular, da sua diferença face ao sistema informativo de outros sectores, como o bancário, reside no diferente perfil funcional dos valores mobiliários é algo que fica claramente posto em causa quando nos confrontamos, como no exercício em causa, com a existência de instrumentos (uns valores mobiliários outros não) com perfis funcionais semelhantes mas exigências informativas diferentes.

- o investimento num depósito a prazo é feito em entidades sujeitas a regulação e supervisão específicas⁷⁹ que, entre outros aspectos, incide sobre a sua liquidez, solvabilidade e processo de gestão de riscos (o que, em abstracto, é sinónimo de maior segurança e apontaria, portanto, para a “desnecessidade” de informação sobre o Banco depositário e sobre os riscos do investimento no mesmo).

Ou seja, tanto no caso dos valores mobiliários em geral como no caso específico que analisámos das Obrigações, e pelas razões atrás indicadas (investimento directo numa empresa não sujeita a uma regulamentação e supervisão como a que existe para os bancos), o risco do investimento é diferente e maior do que no caso do investimento num depósito a prazo. É precisamente para compensar e atenuar esse maior risco e, se se quiser, para permitir que ele seja corrido, que:

- (i) se impõe a prestação aos investidores de informação adequada à tomada desse risco; como o risco é maior do que o dos depósitos a prazo, essa informação adequada é, naturalmente, mais exigente do que na contratação destes últimos;
- (ii) se impõe um regime de assistência informativa a cargo dos intermediários financeiros: os investidores não conseguem obter (exigir acesso, tratar e entender) por si aquela informação adequada.

A estas razões acresce que o investimento em valores mobiliários não beneficia, ao contrário do que sucede com os depósitos a prazo, da protecção de um fundo como o Fundo de Garantia de Depósitos.

⁷⁹ Referimo-nos à supervisão dos bancos por parte do Banco de Portugal.

Em suma, o exercício realizado aponta para a conclusão de que razão de ser específica do sistema informativo mobiliário reside (para além do que é explicado pela vocação circulatória dos valores mobiliários), no risco específico inerente ao investimento mobiliário: o investimento directo na empresa, ou seja, um investimento, nesse sentido, “desintermediado”.

7. Aspectos complementares: tendências

7.1. As conclusões alcançadas na identificação da razão de ser do sistema informativo mobiliário reportam-se ao actual quadro normativo. Esse é, porém, um quadro que parece não ter dado resposta integral à crise que atravessamos e não é, nesse sentido, provavelmente, completamente adequado e coerente, nem, por outro lado, um quadro estabilizado. Tudo isso conduz a que se surpreendam tendências evolutivas. É a estes aspectos nos referiremos nos pontos seguintes.

7.2. A razão pela qual admitimos como possível que o quadro jurídico que descrevemos ao longo desta exposição não seja, provavelmente, completamente adequado, designadamente quanto às diferenças encontradas entre os deveres de informação no plano mobiliário e no plano dos depósitos bancários, é a de que essas diferenças parecem assentar, conforme vimos, numa consideração do menor risco do investimento nestes últimos, decorrente de se tratar de um investimento em entidades sujeitas a regulação e supervisão específicas e de ser um investimento para o qual existe um sistema de protecção (o Fundo de Garantia de Depósitos). Não deixando esta linha de ser fundamentalmente verdadeira, questionamo-nos se deveria, ainda assim, dar

lugar a assimetrias informativas tão relevantes como as que observámos⁸⁰. Efectivamente, a supervisão e a regulação não podem eliminar totalmente o risco da actividade dos bancos⁸¹, nem tornar igual o risco de todos eles. A isso acresce que o problema da adequação de determinado investimento para o investidor se coloca tanto no investimento mobiliário como no bancário. Neste prisma, é, pelo menos, um ponto que merece ponderação o de saber se não deveria haver uma maior aproximação do sistema informativo bancário ao mobiliário, designadamente no que respeita aos planos em que identificámos mais diferenças: informação sobre o emitente/depositário e os riscos da operação e assistência informativa.

Como referimos, existem também sinais que apontam para que o sistema que analisámos não seja totalmente coerente. São exemplo disso as recentes intervenções legislativas no domínio dos ICAE e produtos complexos a que atrás aludimos, que ainda são pouco coordenadas e consistentes. É também exemplo o diferente tratamento em sede de exigências informativas, no momento da emissão/contratação, entre, de um lado, do papel comercial e obrigações emitidas pelos bancos e, de outro, dos depósitos a prazo pelos mesmos contratados.

Mas, sobretudo, o ponto mais relevante é claramente o de que o sistema informativo no domínio financeiro não está estabilizado. Sinais dessa falta de estabilidade (dir-se-ia mesmo de insatisfação com as soluções actuais) são as já referidas intervenções legislativas em alguns domínios com vocação de uniformização informativa nos sectores bancário e mobiliário. São-no também as oscilações que se sentem entre uma opção por documentos informativos

⁸⁰ Note-se que, nos casos em que os bancos são simultaneamente sociedades com valores admitidos à negociação, parte significativa desta assimetria é esbatida, mas, naturalmente, por causa desta circunstância e não por causa da contratação de depósitos a prazo.

⁸¹ A actividade bancária, como qualquer actividade económica, envolve riscos, desde riscos comuns a qualquer empresa, até aos riscos próprios da actividade, como o ligado ao papel dos bancos de “transformação” de maturidades, ou seja, de captação de recursos de prazo mais curto do que aquele com que esses recursos são aplicados.

mais extensos e densos e documentos mais “simplificados” ou resumidos, na base da qual está, entre outros aspectos, a consciência crescente de que “mais informação” não é igual a mais protecção e a um mercado mais eficiente (ou, vista a questão noutra perspectiva, que o excesso de informação se aproxima perigosamente de uma “não informação”⁸²).

7.3. Compreende-se que, no quadro que descrevemos no ponto anterior, se surpreendam tendências para a evolução do sistema informativo mobiliário e bancário. Descobre-se, em primeiro lugar, uma tendência global para um aumento da extensão dos deveres de informação e para instituir a protecção do investidor contra investimentos considerados inadequados (testes de adequação, para já, apenas consagrados o investimento para produtos complexos). Mas a esta tendência global acrescem dois outros vectores:

- a) Uniformização, mediante a expansão do sistema informativo mobiliário, no que respeita à exigência de informação sobre emitente/riscos das operações e assistência informativa, por forma a abranger também o plano bancário e segurador;

Assiste-se, com efeito, a uma acentuação da necessidade de a tutela informativa ser a mesma qualquer que seja a forma dos instrumentos, ou seja, para que a tutela seja a mesma sempre que, do ponto de vista do investidor (a quem se dirige essa tutela), o perfil funcional e/ou económico dos produtos seja semelhante, independentemente de os mesmos se situarem no domínio bancário, mobiliário ou, mesmo segurador⁸³.

⁸² Usando expressões que são habitualmente utilizadas a propósito de um fenómeno diferente (embora provavelmente não totalmente desligado), o da hiper-regulação (ver Manuel Carneiro da Frada, ob. cit., pags 19 e segs, nota 4), poder-se-ia também dizer que esse excesso se aproxima de uma inundação ou poluição informativa.

⁸³ Sublinhando a crescente existência de produtos provenientes de sectores financeiros diferentes (sectores bancário, segurador e mobiliário) mas com proximidade funcional e o conseqüente aumento das relações entre os respectivos ramos jurídicos, cf Paulo Câmara, Manual (...), pags 16-22 e 216. Ao nível europeu, é manifestação desta tendência, por exemplo, a iniciativa relacionada com o designado “retail investment market” europeu e designada por PRIP

- b) Mas, ao mesmo tempo, simplificação da informação mobiliária (aproximação à informação do tipo FIN dos depósitos a prazo ou dos prospecto simplificado dos fundos de investimento mobiliário)⁸⁴.

8. Conclusões Finais

Como conclusões finais do caminho percorrido, parece-nos ser de sublinhar as seguintes:

- a) A informação é essencial para a realização de operações sobre valores mobiliários;
- b) De uma forma genérica, essa essencialidade resulta da necessidade de tutela dos investidores, tutela essa, por sua vez, necessária enquanto meio de protecção de um dos polos do mercado de valores mobiliários e, portanto, da existência desse mercado;
- c) A comparação entre a tutela informativa relativa a um valor mobiliário como as Obrigações e a existente no caso de um produto bancário com características funcionais que, do ponto de vista do investidor, se apresentam, à partida, similares às daquelas, parece apontar para que a razão de ser específica dessa tutela está associada à vocação circulatória daquele mas, sobretudo, ao maior risco do investimento directo numa empresa, que está presente no investimento mobiliário;

(Packaged Retail Investment Products). A esse respeito é interessante citar o seguinte texto da comunicação da Comissão de 30 de Abril de 2009 (COM (2009) 204 final): “*A substantial body of Community law already exists to protect investors. However, legal requirements on product transparency, sales and advice differ according to the legal form of the product and the distribution channel. This situation does not provide a coherent basis for the protection of the retail investor or for the balanced development of the market for packaged retail investment products. The level of protection afforded to the retail investor should not vary according to the legal form of these products*”.

⁸⁴ No quadro da iniciativa referida na nota anterior, está em estudo caminhar no sentido do que é designado por KIID (*key investor information document*), à semelhança do que já sucede no domínio dos organismos de investimento colectivo.

- d) O sistema está, porém, em fase de transição e esta razão de ser específica tende a perder relevância para fundar distinções de tratamento em sede informativa;
- e) A tendência é claramente a de uma aproximação entre as tutelas informativas dos vários sectores do domínio financeiro, em virtude de as mesmas serem ditadas pela função (perfil funcional/económico) dos produtos e não pela forma ou natureza intrínseca dos mesmos;
- f) Essa tendência pode reforçar e consolidar um fenómeno de que já existem sinais claros (como os dos instrumentos financeiros e produtos complexos) – o do aparecimento de conceitos/instrumentos que agreguem valores mobiliários, depósitos bancários e produtos do sector dos seguros – e, por essa via, ao esbatimento das fronteiras do Direito dos Valores Mobiliários. Estamos a viver, também deste prisma, tempos interessantes.

Alexandre Lucena e Vale