DEBT FINANCE: AS OBRIGAÇÕES COMO ENGODO DO INVESTIDOR E A INFORMAÇÃO EXTERNA COMO UM MEIO DE TUTELA DAQUELE

Inês Serrano de Matos

Abstract: *The subject addressed in this article relates to the right of retail investors to information, focusing, in particular, some of the issues related to the prospectus, as a key element that should be seen as the „rules of the game" but often is unknown to those investors. Finally, we share our opinion about what we believe to be the most efficient way to protect the investor, although it represents a return to the past.*

Sumário: 1. Introdução. 2. O *corporate finance*: em especial, o *debt finance*. 2.1. Considerações gerais acerca do financiamento societário. 2.2. O mercado de valores mobiliários: um universo em expansão e a especial necessidade de salvaguardar a confiança dos investidores. 2.3. Delimitação subjectiva do sujeito em análise. 3. Financiamento externo e directo: o empréstimo obrigacionista. 3.1. As principais vantagens do empréstimo obrigacionista. 3.2. Considerações gerais sobre as obrigações *plain vanilla*. 3.3. As mediáticas obrigações perpétuas, as obrigações subordinadas e o papel comercial – um engodo para atrair investidores ingénuos? 4. O direito do investidor à informação. 4.1. A informação no mercado de valores mobiliários: breve evolução e suas funções. 4.2. A oferta pública de subscrição. 4.3. A informação e o prospecto. 4.4. Como salvar o *peixe-dourado* do *tanque dos tubarões* – notas finais.

1. INTRODUÇÃO[1]

Volvidos alguns anos sobre o início dos escândalos financeiros que constituíram marcos na economia mundial, uma segunda vaga se sucede pelo Mundo,

1 Por decisão pessoal da Autora, o presente texto foi escrito segundo as regras do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1945, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 35 228, de 8 de Dezembro, com as alterações que lhe foram introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 32/73, de 6 de Fevereiro.

em geral, e em Portugal, em particular, que tem sido palco de alguns (e bem significativos).

A crise económico-financeira mundial que hoje atravessamos ameaça desfazer (*quiçá* para sempre) o mito da transparência, da racionalidade e da eficiência dos mercados financeiros regulados, colocando em evidência (ou apenas questionando) as fragilidades de várias entidades actuantes neles como o Banco de Portugal, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, as sociedades de notação de risco e a banca em geral, todos eles *players* fundamentais naquele que alguns Autores designam como um *jogo de falsidade*[2].

Com efeito, a crise financeira de 2007[3] evidenciou – além de todos os efeitos nefastos que se conhecem – a necessidade e a dependência crescentes do recurso ao financiamento, revelando-se as respectivas fontes cada vez mais escassas, em virtude da assinalável restrição de liquidez que se abateu sobre o sistema financeiro português (agravada, depois, pela denominada *crise das dívidas soberanas*).

É neste contexto que recrudesce o relevo do financiamento através de capitais alheios, em grande medida com recurso ao investimento privado, na modalidade actualmente tão em voga dos *empréstimos obrigacionistas*. É precisamente sobre a categoria dos obrigacionistas, enquanto investidores não qualificados – e em princípio mais carecidos de tutela – que o nosso estudo vai incidir. Mais concretamente, a análise terá o seu enfoque no direito destes sujeitos à informação, por um lado, e, por outro, o estudo do dever de prestação de informação que impende sobre a entidade que oferece aqueles valores mobiliários, focando em concreto algumas das questões que se prendem com o prospecto, elemento essencial que deveria ser encarado como as "regras do jogo" e que, não raras vezes, se revela desconhecido do investidor.

A escolha do tema que genericamente enunciámos foi influenciada pela sua riqueza, actualidade e relevância, sobretudo em tempos marcados por uma profunda crise financeira e económica, que colocou no proscénio mediático a

---

2 A propósito dos escândalos financeiros ocorridos nos últimos 25 anos, ironiza António José Avelãs Nunes: "tais "escândalos" vieram desfazer o mito da transparência, da racionalidade e da eficiência dos mercados financeiros regulados e afectam negativamente a «honorabilidade das mais distintas» empresas de contabilidade e de consultadoria financeira e as «sagradas» agências de *rating*, todas elas comprometidas até à medula com as instituições financeiras e com os gestores das grandes empresas neste jogo de falsidade" – cfr. Nunes, 2011: 27.

3 Para uma análise detalhada da crise de 2007 e dos seus motivos, veja-se, entre outros, Bessa, 2010: 867 e ss..

figura do obrigacionista, sobretudo e como exporemos adiante, devido a uma flagrante falta de adequada informação[4].

Embora cientes de que a matéria em estudo anda nas *bocas do mundo* – e não propriamente pelas melhores razões – e que fará ainda correr muita tinta, notamos que, por imperativos de concisão, o presente texto não tem qualquer pretensão de exaustividade sobre o seu objecto (e menos ainda sobre as várias discussões e questões latentes).

2. O *CORPORATE FINANCE*: EM ESPECIAL, O *DEBT FINANCE*

2.1. Considerações gerais acerca do financiamento societário

Num contexto económico e financeiro como o actual, marcado pela crescente escassez de fontes e de mecanismos de financiamento, assume assinalável relevo a temática do financiamento societário[5]. Com efeito – e mais em alturas de crise, conforme sublinhávamos –, as sociedades necessitam de recorrer a fontes de financiamento, podendo estas ser mais ou menos regulares. Muitos podem ser os motivos subjacentes a esta necessidade, desde o investimento num novo produto ou área de negócio, até à manutenção da actividade da sociedade.

O direito das finanças societárias, ou *corporate finance*, "estuda as finanças societárias de uma perspectiva jurídica, afastando a sua análise do prisma financeiro propiamente dito, ainda que este não possa, naturalmente, ser ignorado nas soluções jurídicas procuradas". Mais concretamente, o *corporate finance* "versa os vários aspectos financeiros da sociedade, com especial ênfase nas formas de financiamento da empresa"[6].

A extensa e complexa matéria de *corporate finance*, subdivide-se, no essencial, nas duas grandes modalidades de financiamento das sociedades: (*i*) o auto-

---

4 O presente trabalho corresponde, no essencial, ao Relatório apresentado no Seminário Especializado de Doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais, subordinado ao tema *"Financiamento das PME'S: Risco e Transparência"*, na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, em Junho de 2015.

5 Neste contexto, Gabriela Figueiredo Dias explica o seguinte: "por um lado, a crise de liquidez, que resultou da combinação de vários fatores (crise financeira, regulação mais restritiva na concessão de financiamento por instituições de crédito, indisponibilidade de instrumentos de financiamento de longo prazo, etc.) e que acompanhou a crise financeira, determinou um aumento exponencial das necessidades de financiamento e da dependência e subserviência das empresas em relação aos seus potenciais ou atuais financiadores. Não é, por outro lado, expectável qualquer inversão, no curto prazo, da generalizada tendência de escassez e necessidade de financiamento" – veja-se, da citada Dias, 2014: 364.

6 Cfr. a propósito de ambas as citações do parágrafo, Oliveira, 2015: 11.

-financiamento, ou *equity finance*, e (*ii*) o financiamento com recurso a capitais alheios, ou *debt finance*. Esta última será a vertente cara à nossa exposição.

A decisão de recurso ao financiamento, a sua modalidade, maturidade e demais decisões acerca da *vida* do crédito, nomeadamente a possibilidade de a realização do financiamento ser acompanhada pela transferência para o credor de direitos de controlo[7], constituem decisões de gestão da sociedade e por isso serão, em princípio[8], matérias da competência do órgão de administração.

Indubitavelmente os dois grandes tipos de decisões com os quais o órgão de administração de uma sociedade, tradicionalmente, se deparam são, justamente, as decisões de financiamento e as de investimento[9].

No início da actividade das sociedades comerciais, elas recorrem, tradicionalmente, ao crédito bancário como única fonte de financiamento, sendo quase sempre necessária a prestação de garantias – pessoais ou reais – por parte dos seus sócios ou dos membros do órgão de administração para a concessão do mesmo.

Com a evolução e estabilidade da actividade societária, a sociedade poderá ganhar uma dimensão e reconhecimento assinaláveis no mercado, que lhe permitam aventurar-se nas complexas operações de financiamento estruturadas e, como tal, dirigir-se directamente ao mercado dos valores mobiliários como fonte de financiamento alternativa ao empréstimo bancário[10]; referimo-nos, nomeadamente, aos cada vez mais mediáticos empréstimos obrigacionistas. Estão, assim, abertas as portas para um complexo, mas admirável, *novo mundo*.

---

7 Sobre a matéria da transferência para o credor de direitos de controlo, veja-se o nosso: Matos, 2015.

8 Sendo o órgão de administração da sociedade o conselho de administração, o legislador – nos termos do artigo 406.º do CSC – atribui-lhe o poder de deliberar sobre qualquer assunto da administração da sociedade, apresentando o preceito em causa um elenco meramente exemplificativo das matérias que podem ser objecto de deliberação daquele órgão. Por seu turno, os accionistas só podem deliberar sobre matérias de gestão a pedido do órgão de administração, tal como previsto no n.º 3 do artigo 373.º.
Ora, quando referimos no texto a expressão "em princípio" estamos a equacionar a hipótese de o financiamento ser feito através de capital alheio, mais concretamente mediante a emissão de obrigações. Com efeito, nos termos do artigo 350.º do CSC a emissão de obrigações deve ser deliberada pelos accionistas, salvo se o contrato de sociedade autorizar que ela seja deliberada pelo conselho de administração. A este respeito António Silva Dias coloca a questão de saber se no caso de o contrato de sociedade nada dizer, se a deliberação da assembleia de accionistas deve ou não definir expressamente todas as condições de emissão ou se podem delegá-las no órgão de administração, mesmo no que respeita à decisão da própria emissão. Para o desenvolvimento desta questão em particular, veja-se Dias, 2002: 120 e ss.; e Castro, 1998: 149.

9 Neste sentido, Francisco, 2008: 38.

10 No sentido da alteração paulatina das fontes de financiamento com a evolução da sociedade, cfr. Cunha, 2012: 815.

2.2. O mercado de valores mobiliários: um *universo* em expansão e a especial necessidade de salvaguardar a confiança dos investidores

Num contexto económico e financeiro como o actual, as atenções encontram-se voltadas para o mercado de capitais[11] como uma das mais importantes alternativas no domínio do financiamento de sociedades.

Fruto de uma engenharia financeira e jurídica notável, a evolução e inovação que se tem observado neste mercado têm sido impressionantes. O recurso crescente ao capital alheio assume formas muito diversificadas, concretizadas, especialmente, em contratos e instrumentos de financiamento cada vez mais complexos e sofisticados. Dando nota desta realidade, Gabriela Figueiredo Dias explana que "tais instrumentos consubstanciam-se essencialmente em emissões de dívida, simples ou estruturada, ou de instrumentos híbridos de capital (valores mobiliários perpétuos, ações preferenciais, obrigações convertíveis) em contratos de financiamento altamente sofisticados, que envolvem frequentemente partes terceiras (*hedgers*) para além da sociedade financiada e do seu financiador directo"[12].

Por conseguinte, o investidor disporá de um vasto poder de decisão e uma possibilidade assinalável de escolha *a la carte*, dado o amplo leque de estratégias e de instrumentos financeiros (e suas possíveis combinações) que tem ao seu dispor.

Acontece que, paradoxalmente, estes mesmos mercados – inicialmente, apenas ao alcance de uma *elite*, tendencialmente os investidores qualificados – abriram-se ao público em geral, pelo que, além dos investidores qualificados, também os investidores com parcos (ou nulos) conhecimentos específicos na área começaram a movimentar-se livremente neles.

Se, por um lado, se trata de um mercado altamente sofisticado e complexo, por outro, ele depende extraordinariamente do factor confiança dos investidores; a confiança representa um elemento essencial enquanto modelador do mercado dos valores mobiliários, sem o qual é impossível o seu funcionamento[13].

---

11 Por razões de facilidade expositiva, usam-se indistintamente os termos "mercado dos valores mobiliários" e "mercado de capitais". Para uma interessante análise – embora acessória ao nosso estudo – acerca da evolução histórica dos mercados de valores mobiliários, veja-se Câmara, 2009: 36 e ss..

12 Cfr. Dias, 2014: 364.

13 A propósito da essencialidade da confiança do investidor nos mercados, v. Fernandes, 1997: 196 e ss.. Paulo Câmara explica do seguinte modo o impacto da falta de confiança do investidor no mercado: "os valores mobiliários representam direitos circuláveis: uma vez que o preço incorpora a potencial valorização futura dos direitos representados, o abalo da confiança numa sociedade ou num mercado pode ter consequências muito negativas nos mercados – potenciando, no limite, a ocorrência de crises sistémicas"

O investidor (ou o potencial investidor) tem o direito de poder confiar no mercado e nos seus agentes, e para que tal aconteça – *id est*, para que se assegure uma manutenção da confiança –, o mercado encontra-se provido de diversos agentes que têm um dever especialmente relevante: *o dever de desconfiar*. Este não é, portanto, um dever que impenda (unicamente) sobre o investidor, podendo este estar seguro de que *alguém desconfiará por si*.

Na verdade, sendo um mercado altamente massificado e permeável a crises (esta é, aliás, a realidade portuguesa nos últimos anos espelhada em todos os meios de comunicação social), urge atentar na especial fragilidade de alguns dos seus participantes.

2.3. Delimitação subjectiva do sujeito em análise

Aberto que está o mundo do mercado de capitais a qualquer sujeito que pretenda investir o seu aforro com vista à rentabilização, tanto podem mover-se naquele meio "*mutuantes sofisticados e bem informados*, que incluem bancos e investidores institucionais, altamente envolvidos na redacção dos contratos, na monitorização dos *covenants* e na renegociação em caso da violação destes", como "*mutuantes dispersos,* que incluem os investidores em geral e os fornecedores no caso do *trade credit*. Estes têm, como se compreende, um problema de informação e de ação coletiva"[14/15]. Os primeiros são os legalmente designados *investidores qualificados* e os segundos integram a categoria dos *investidores não qualificados*.

Para uma implementação prática das leis portuguesas sobre a actividade financeira, o legislador pátrio identificou no artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante apenas CVM) os sujeitos enquadráveis na categoria dos investidores qualificados[16], sem prejuízo do disposto no n.º 4 do preceito,

– cfr, Câmara, 2009: 31. Para nos recordamos de um exemplo célebre, a "bolha imobiliária" eclodida nos Estados Unidos da América em 2007 – devido às dificuldades no crédito imobiliário de alto risco (*subprime*) – originou um impacto à escala mundial, agravando a instabilidade e desconfiança. Ora, justamente a instabilidade e desconfiança são os ingredientes essenciais para a *tempestade perfeita* (ou seja, para a ocorrência de crises sistémicas). O risco sistémico não é um fenómeno de fácil definição e compreensão, tão-pouco numa exposição com as limitações que temos; assim, para uma análise desenvolvida, veja-se Quelhas, 2012: 355 e ss..

14 Cfr. Oliveira, 2015: 121.

15 Devemos notar, apesar da aparente rigidez na distinção entre os sujeitos, que os primeiros também podem sofrer os mesmos problemas identificados, pese embora essa não seja uma realidade tão comum.

16 No sentido de evidenciar a importância prática da identificação de um sujeito como investidor qualificado ou não qualificado, atente-se, designadamente, na determinação dos sujeitos destinatários da oferta pública e da oferta privada, tal como previsto nos artigos 109.º e 110.º do CVM.

nos termos do qual "a CMVM pode, por regulamento, qualificar como investidores qualificados outras entidades dotadas de uma especial competência e experiência relativas a instrumentos financeiros […]".

Ora, no presente estudo, o termo investidor e a ideia de necessidade acrescida de tutela relaciona-se, evidentemente, com aqueles segundos sujeitos – os investidores não qualificados.

A necessidade de protecção do investidor acompanha toda sua atuação, desde a fase pré-contratual até ao desenvolvimento contratual, atravessando toda a vida do crédito. Porém, o intuito principal deste estudo será o da análise da necessidade de protecção do investidor (ou potencial investidor) numa fase pré-contratual, procurando explicitar as consequências e o impacto que pode originar a falta de informação num estádio inicial de investimento.

No CVM não se assiste à consagração de *direitos* de informação do investidor, mas sim de verdadeiros *deveres* de informação que impendem sobre diversos agentes actuantes no mercado de valores mobiliários. Por conseguinte, a protecção conferida ao investidor é, então, uma protecção reflexa, o que se compreende atendendo ao esquema de relações de massas que estão na base do direito dos valores mobiliários – dirigida ao público em geral – e às importantes funções que esta desempenha como promotora de uma cabal protecção do investidor e da máxima eficiência dos mercados.

3. FINANCIAMENTO EXTERNO E DIRECTO: O EMPRÉSTIMO OBRIGACIONISTA

3.1. As principais vantagens do empréstimo obrigacionista

Numa era em que os mercados de valores mobiliários assumem um papel vital na economia global, os empréstimos obrigacionistas[17] – em particular – apresentam-se como um dos mais importantes meios de financiamento da S.A[18].

17 Acerca da evolução histórica dos empréstimos obrigacionistas, cfr. Dias, 2002: 15 e ss..

18 Porém, além das sociedades anónimas, podem também emitir obrigações como modo de financiamento: as sociedades em comandita por acções (artigo 478.º CSC), as sociedades por quotas (Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de Abril), as cooperativas (artigo 30.º do Código Cooperativo), os ACE (base II n.º 4 da Lei n.º 4/73, de 4 de Junho), os AEIE (artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 148/90, de 9 de Maio) e as instituições de crédito, nos termos do RGICSF. A respeito das várias entidades que são aptas a emitir obrigações, Paulo Câmara comenta que "o direito português é singular pela generosidade com que reconhece a capacidade a estruturas empresariais para a emissão de obrigações" – cfr. Câmara, 2003: 312.

Aliás, a principal fonte de financiamento externo e directo junto dos investidores consiste na emissão de obrigações.

Na realidade, cada vez mais é evidente a convergência dos interesses de diversos sujeitos nessa mesma direcção, desde os pequenos investidores até aos investidores qualificados; as obrigações além de permitirem uma diversificação no investimento, permitem uma remuneração do mesmo que se apresenta como mais apelativa quando comparada com as operações bancárias clássicas.

Num contexto de crise do crédito são mais evidentes as vantagens da emissão de obrigações como fonte de financiamento, sobretudo em relação a sociedades de maior dimensão. Ana Perestrelo de Oliveira elenca as quatro grandes vantagens do recurso ao *debt finance*[19]: *(i)* é geralmente mais barato e envolve menos riscos do que *equity finance*; *(ii)* representa um meio adaptável às necessidades da sociedade, devido às suas características camaleónicas; *(iii)* é uma forma de redução da dependência do financiamento bancário; e *(iv)* permite a uma sociedade financiar-se directamente junto dos investidores, reduzindo os custos através da "desintermediação".

Em particular, relativamente à emissão de obrigações, a citada Autora salienta que "a importância económica do financiamento através de obrigações justifica a intervenção dos governos no sentido de tentar impulsionar este sector de mercado de capitais, *maxime* pela via da tributação"[20].

3.2. Considerações gerais sobre as obrigações *plain vanilla*

A propósito do regime geral das obrigações – previsto nos artigos 348.º e ss. do CSC – e sempre que tal se justifique na economia da nossa exposição, aproveitaremos a ocasião para fazer uma alusão às alterações que lhe foram introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro[21].

Sendo as obrigações uma das espécies de valores mobiliários, nos termos da alínea *b*) do artigo 1.º do CVM, ser-lhes-á aplicável – além do CSC – o regime previsto no CVM, designadamente no que respeita ao regime geral da sua transmissão e distribuição através de oferta pública. Destarte, é sempre

19 Cfr. Oliveira, 2015: 140.

20 Cfr. Oliveira, 2015: 141. A este respeito relembre-se o regime especial de tributação de rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida, previstos no Decreto-Lei n.º 193/2005, de 7 de Novembro, com as alterações do Decreto-Lei n.º 25/2006, de 8 de Fevereiro, do Decreto-Lei n.º 29-A/2011, de 1 de Março, e da Lei n.º 83/2013, de 9 de Dezembro.

21 Para uma versão comentada sobre as alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações, veja-se Santos & Guiné, 2015.

necessário articular o regime das obrigações que se encontra previsto no CSC com o do CVM.

As obrigações representam o mais paradigmático dos valores mobiliários que incorporam um direito de crédito sobre a entidade emitente. As obrigações ditas *comuns* ou *plain vanilla* são valores mobiliários representativos de dois fundamentais tipos de direitos de crédito[22]:

a) O direito ao reembolso – ou seja, o direito a receber o capital investido nas obrigações findo o prazo acordado; e
b) O direito ao juro – ou seja, o direito ao recebimento periódico de um rendimento derivado do capital (podendo ser variável ou fixo), remunerador da quantia colocada à disposição da entidade emitente.

O credor obrigacionista tem os seus interesses garantidos pelos aludidos direitos de crédito, pelo que ele é titular de uma *contractual claim* perante a sociedade. Uma vez que o obrigacionista não é titular de uma quota-parte da sociedade – nem do seu património social –, em caso de infortúnio/insucesso da sociedade, tem o direito de ser pago com preferência sobre os accionistas, os quais têm apenas o direito ao recebimento do valor remanescente (são, então, *residual claimants*)[23].

Pode acontecer, no entanto, que os dois principais direitos de crédito característicos das obrigações tradicionais sofram alguns *desvios* – conforme estudaremos adiante –, sem que isso influencie a sua definição como tal. Com efeito, o carácter meramente exemplificativo da lista prevista no artigo 360.º do CSC[24] e o princípio da liberdade contratual, que permite conformar o conteúdo do contrato a celebrar, viabilizam tal circunstância. Aliás, para dissipar quaisquer dúvidas que pudessem ainda subsistir, a alteração legislativa referida no

22 Cfr., neste sentido, Antunes, 2009: 80.

23 A este propósito não podemos deixar de chamar à colação a teoria norte americana dos *residual claimants,* que se encontra intimamente ligada à concepção contratualista do interesse social. A propósito da tão debatida questão do confronto entre os "interesses primários" e os "interesses secundários", a propósito do artigo 64.º do CSC, veja-se Guiné, 2011: 76 e ss.. O Autor esclarece – invocando a referida teoria dos *residual claimants* – que "ao accionista pertence uma quota parte do activo da sociedade, depois de pago todo o passivo. O accionista é, assim, titular de um «residual claim» – tem o direito ao remanescente (se existir)". De acordo com o citado Autor, a prevalência do interesse dos accionistas em detrimento dos interesses dos demais *stakeholders* parece ser justificada pelo confronto entre o direito contratual, titulado pelos credores sociais, e a mera expectativa patrimonial dos accionistas – cfr. Guiné, 2009: 71 e ss.

24 A propósito da análise do artigo 360.º e do seu carácter exemplificativo, veja-se, Dias, 2002: 58 e ss..

início do presente título, além de ampliar a lista constante no preceito, refere explicitamente a possibilidade de harmonização entre as várias modalidades de obrigações.

O financiamento societário através da emissão de obrigações não costuma ser acompanhado da prestação de garantias pela sociedade financiada, pelo que é previsível a aposição de cláusulas de salvaguarda no contrato – ou *covenants*[25] –, que configuram "obrigações acessórias (à obrigação principal de restituição do capital mutuado, acrescido de juros) para a sociedade financiada, positivas ou negativas, conforme imponham ou proíbam determinadas condutas"[26]. Estas cláusulas de salvaguarda têm vindo a tornar-se cada vez mais reconhecidas e aplicadas na Europa continental.

As obrigações podem ou não ser admitidas à negociação em mercado regulamentado; porém, a prática tem demonstrado que a subscrição de obrigações é, por motivos vários, negociada ao balcão.

Ao lado das obrigações *plain vanilla* existe uma diversidade assinalável de outras modalidades de obrigações – qual delas a mais invulgar – que se distinguem entre si pela natureza do emitente, pelo conteúdo dos direitos do credor, pela função financiadora ou pelo regime jurídico[27]. Em face da impossibilidade (e mesmo da desnecessidade para a economia do presente estudo)

---

25 Ana Perestrelo de Oliveira afirma que os *covenants* permitem aos credores "determinar contratualmente a condução dos assuntos sociais dos respectivos devedores, atribuindo-lhes, por seu lado, as situações de incumprimento o poder (*leverage*) para renegociar um controlo ainda mais intenso dos devedores confrontados com dificuldades financeiras". Neste ponto da exposição não pode deixar de aventar-se a hipótese de desalinhamento de interesses entre o credor financiador e a sociedade financiada, risco evidenciado pela designada *agency theory of covenants* (ATC). Ainda na esteira da citada Autora, as referidas cláusulas podem ser sistematizadas da seguinte forma: "(*i*) cláusulas relativas ao fornecimento de informação (reporting covenant), que exigem ao devedor a entrega de cópias dos documentos de prestação de contas [...] bem como a comunicação de eventos relevantes [...]; (*ii*) cláusulas tendentes a garantir a solvência da sociedade (*financial covenants*) [...]; (*iii*) cláusulas proibindo a disposição de bens sociais (*disposal of assets covenant*) [...]; cláusula que visam preservar a identidade da sociedade devedora durante o empréstimo (*change of business covenant*); (*v*) cláusulas que proíbem a alteração da estrutura de propriedade da empresa (*ownership clause*) e, bem assim, no caso de recuperação informal da empresa, cláusulas que determinam modificações ao nível do órgão de gestão; (*vi*) cláusulas que impedem a constituição de novas garantias (*negative pledge covenant*); finalmente (*vii*) cláusulas que implicam o vencimento da obrigação em caso de incumprimento (*events of default*), incluindo este o não pagamento da dívida ou a violação de outra obrigação contratualmente estabelecida [...]". – cfr. Oliveira, 2009: 103 e ss..
Porém e como bem evidencia Joana Pereira Dias, no caso dos *covenants*, regra geral, as obrigações apenas se encontram do lado do mutuário e não o contrário – cfr. Dias, 2003: 905.

26 Cfr. Silva, 2014: 237.

27 Para um elucidativo e sintético estudo acerca das várias modalidades de obrigações, veja-se, entre outros, Antunes, 2009: 91 e ss., Dias, 2002: 57 e ss.; e Oliveira, 2015: 141 e ss.

de explanar cada uma delas, não podemos deixar de dedicar especial atenção àquelas *obrigações* que – para infortúnio dos investidores incautos – têm feito correr muita tinta.

Com efeito, as obrigações perpétuas, as obrigações subordinadas e o papel comercial, configuram instrumentos de dívida cuja tecnicidade, complexidade e potencial de nocividade, desencadeiam uma *tempestade perfeita*, quando são subscritas sem a prévia e necessária prestação de informação adequada.

3.3. As mediáticas obrigações perpétuas, as obrigações subordinadas e o papel comercial – um engodo para atrair investidores ingénuos?

a) As obrigações perpétuas

As obrigações perpétuas representam valores mobiliários que são constituídos sem prazo para reembolso do valor mutuado e em que o valor superior do juro visa remunerar o risco do reembolso do valor investido.

Contrariamente às obrigações clássicas, as obrigações perpétuas não conferem ao titular o direito ao reembolso; elas "atribuem ao obrigacionista o direito a um juro majorado ao mesmo tempo que o priva do direito à restituição do capital, que assim se consolida definitivamente no património do emitente (salvo remição facultativa por vontade do próprio emitente)"[28].

As obrigações perpétuas representam uma das espécies de instrumentos híbridos de financiamento da sociedade[29]. O financiamento através de instrumentos híbridos – ou financiamento *mezzanine* – é aquele que apresenta tanto características de capitais próprios como de capitais alheios e, por isso, encontra-se num ponto intermédio entre aquelas duas formas de financiamento. Como sublinha Ana Perestrelo de Oliveira "uma das vantagens que os instrumentos híbridos apresentam é a possibilidade de, preenchidas determinadas características, serem elegíveis como capitais próprios"[30].

---

28 Cfr. Antunes, 2009: 92 e 93. De outra banda, também podemos encontrar obrigações que não conferem ao seu titular o direito aos juros – como no caso das obrigações de cupão zero (*zero bonds*) –, sendo a única remuneração do seu investimento o recebimento de um prémio de emissão e/ou reembolso.

29 Os instrumentos híbridos ou financiamento *mezzanine* são aqueles que apresentam características de capitais próprios e de capitais alheios, encontrando-se no ponto intermédio entre aquelas duas formas de financiamento – cfr. Oliveira, 2015: 149; e Guiné, 2011: 75 e ss..

30 Cfr. Oliveira, 2015: 150 e 151.

Pese embora as obrigações perpétuas e os demais valores mobiliários híbridos possam ser emitidos pelas sociedades de direito português[31] – pelo menos nada parece impedi-lo –, a verdade é que os bancos parecem ser os principais emitentes de valores mobiliários híbridos.

Apesar de não se revelarem uma realidade nova, até há alguns anos atrás as obrigações perpétuas pareciam ser desconhecidas do público em geral. Infelizmente e pelas piores razões, as obrigações perpétuas – a par de outros instrumentos de financiamento que analisaremos de seguida – têm feito correr muita tinta. Na verdade, as obrigações perpétuas até poderiam ser instrumentos com interesse se para eles houvesse mercado em Portugal, o que não acontece.

Estes valores mobiliários ascenderam ao proscénio mediático, essencialmente, com o escândalo que eclodiu a propósito do famigerado Banco Português de Negócios[32], na sequência das várias queixas apresentadas pelos seus investidores. Com efeito, clamavam os clientes daquela instituição financeira que, por desconhecimento e de boa-fé, haviam "comprado gato por lebre", *in casu*, obrigações perpétuas quando julgavam ter subscrito depósitos a prazo. Nessa altura (finais de 2008) e nos anos que se seguiram muito foi escrito e muitas horas de emissão dos meios de comunicação social foram despendidas dando nota dos escândalos que se vivenciavam e alertando para os esquemas, no mínimo duvidosos, que eram prática corrente.

No entanto, volvidos alguns anos sobre a dita sucessão de episódios, conclui-se que os escândalos se sucedem e apenas vão mudando os nomes dos bancos envolvidos, sem que sejam retiradas lições por parte dos vários intervenientes no mercado. A prova disso mesmo está no ressurgimento das obrigações perpétuas em mais um escândalo financeiro, que culminou com a resolução do Banco Espirito Santo, sendo o discurso dos lesados pelos efeitos de tal medida em (quase) tudo idêntico: invocam a confiança depositada na instituição e no gestor bancário, reclamam sobre a falta ou a complexidade da informação facultada e lamentam a sua aliteracia financeira.

As obrigações perpétuas não são os únicos valores mobiliários que têm inquietado os investidores; as obrigações subordinadas e o papel comercial – a par daquelas – também têm tido um papel principal naquela que podemos considerar mais uma *novela da vida real*, alimentando vários dramas pessoais.

---

31 Neste sentido, Guiné, 2011: 90.

32 A propósito da nacionalização daquele banco escreve Ferreira, 2011.

b) O papel comercial e as obrigações subordinadas

O papel comercial é um instrumento financeiro de natureza monetária[33] e representa um instrumento de dívida de curto prazo, que visa a suprir a necessidade imediata de liquidez[34].

Contrariamente às obrigações, o papel comercial representa uma emissão de dívida de curto prazo. Na base do surgimento do papel comercial encontra-se uma maior exigência dos investidores, no sentido de diversificação de risco, necessidade de liquidez e de garantia de rentabilidade nas aplicações e financiamentos de curto prazo[35].

O papel comercial é um instrumento de dívida que possui um regime jurídico próprio. Inicialmente, o papel comercial encontrou a sua consagração no Decreto-Lei n.º 181/92, de 22 de Agosto[36]/[37]. Todavia, com vista a "criar condições de funcionamento do respectivo mercado mais eficientes e mais próximas das da realidade europeia, e com o particular objectivo de contribuir para o reforço da dinamização do mercado de capitais em Portugal"[38], surge o Decreto-Lei n.º 69/2004,de 25 de Março[39], que revoga o regime jurídico até então em vigor, ocupando-se apenas da disciplina relativa a valores mobiliários com prazo inferior a um ano.

O n.º 1 do artigo 2.º do referido diploma consagra um princípio geral de liberdade de emissão de papel comercial, sendo várias as entidades autorizadas a tal emissão, nomeadamente, as sociedades comerciais. A emissão de papel comercial pode ser realizada através de oferta pública ou privada, aplicando-se o disposto nos artigos 109.º e 110.º do CVM.

À semelhança do que sucede com outros valores mobiliários, as ofertas públicas de papel comercial devem ser realizadas com intervenção de intermediário financeiro, legalmente habilitado para o efeito, que presta vários

---

33 Para maiores desenvolvimentos sobre o significado de instrumento financeiro de natureza monetária, veja-se Câmara, 2009: 206 e ss.; sobre a noção de valor mobiliário de natureza monetária, Ascensão, 2001: 44 e 45.

34 Para uma análise mais desenvolvida acerca deste meio de financiamento veja-se, entre outros, Dias, 2001.

35 Cfr. Dias, 2002: 88.

36 Tendo sido este diploma ulteriormente alterado pelos Decretos-Leis n.ºs 231/94, de 14 de Setembro, 343/98, de 6 de Novembro, e 26/2000, de 3 de Março.

37 A respeito da evolução do papel comercial em Portugal, veja-se Teixeira, 1993.

38 Cfr. o preâmbulo do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de Março.

39 O referido diploma já foi alterado pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, e pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de Fevereiro.

serviços, entre eles os de assistência e colocação, se em causa estiverem as ofertas públicas de distribuição.

Passaremos agora a uma análise um pouco mais detida, embora de alcance necessariamente limitado, da disciplina própria (e substancial) da informação no âmbito do papel comercial, regulada nos artigos 17.º a 20.º do Decreto-Lei n.º 69/2004 e no Regulamento da CMVM n.º 2/2014.

O Decreto-Lei n.º 69/2004 prevê alguns deveres informativos que impendem sobre várias entidades, com especial destaque para a emitente. Com efeito, ela deve elaborar uma nota informativa sobre a emissão ou sobre o programa de emissão, contendo informação sobre várias matérias, nomeadamente a sua situação patrimonial, económica e financeira, individual e consolidada, e do grupo em que se insere.

A referida nota informativa considera-se dispensada caso exista um prospecto válido que inclua a possibilidade de emissão de papel comercial e desde que este contenha as informações que constam do anexo ao diploma, onde se incluem, designadamente, a necessária descrição dos factores de risco inerentes à oferta, ao emitente e às suas actividades. No que respeita ao idioma da nota informativa, em certas circunstâncias, pode ser elaborada em língua estrangeira, tal como estatui o n.º 2 do artigo 18.º do Decreto-Lei n.º 69/2004, que expressamente remete para o disposto nos artigos 163.º-A e 237.º-A do CVM.

Nas ofertas públicas de papel comercial, a nota informativa é divulgada gratuitamente aos investidores até ao início da oferta através de disponibilização junto do emitente e das entidades colocadoras e por meio do sistema de difusão de informação da CMVM.

Por fim, uma última referência para a competência atribuída à CMVM – nos termos do artigo 21.º do Decreto-Lei n.º 69/2004 – no sentido de elaborar os regulamentos necessários à concretização do disposto neste diploma. A este propósito o Regulamento da CMVM n.º 1/2004 revelou-se essencial ao nível da densificação da matéria da informação, entretanto revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2014[40].

José Engrácia Antunes nota a assinalável versatilidade do papel comercial sublinhando que "o papel comercial constitui um instrumento financeiro de curto prazo passível de, através de operações de engenharia financeira, ser adaptado a necessidades de financiamento de médio e longo prazo, mormente

40 O referido Regulamento foi publicado no Diário da República, II Série, a 4 de Novembro de 2014.

através da atribuição de direitos de reembolso convertíveis em direitos de subscrição de nova emissão de prazo idêntico ou outros mecanismos idênticos"[41]/[42].

No que concerne às designadas obrigações subordinadas, apesar de a prática conhecer bem este tipo de instrumento de dívida tal conhecimento surge desacompanhado de um efectivo reconhecimento destas obrigações por parte dos investidores. Sempre que alguém opte por investir os seus capitais em obrigações deve estar consciente da existência das suas diversas modalidades, dependendo a escolha feita da tolerância ao risco e dos objectivos financeiros.

As obrigações subordinadas representam *tão somente* "a fórmula mais agravada de diminuição das garantias dos obrigacionistas"[43] na medida em que a sua emissão é acompanhada por uma cláusula (de subordinação) nos termos da qual, nos casos de liquidação ou insolvência da sociedade emitente, estes investidores serão pagos apenas depois dos demais credores titulares de dívida não subordinada. Ainda assim, o pagamento àqueles é anterior aos possíveis pagamentos a efectuar aos accionistas da emitente.

Até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 26/2015 estas obrigações não conheciam uma regulação sistemática; através daquele diploma o legislador acrescentou à lista do n.º 1 do artigo 360.º do CSC a alínea *e*) no sentido de serem qualificadas como "obrigações" aquelas que "confiram direitos de crédito sobre a emitente com caráter subordinado, sendo reembolsáveis somente após a satisfação integral dos seus credores comuns, desde que a natureza subordinada seja expressamente consagrada nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam".

c) Informação precisa-se: a falta de informação como estratégia comercial

No contexto dos valores mobiliários a informação apresenta-se como factor primordial, especialmente para o investidor não qualificado, sobretudo se não perdermos de vista as dificuldades no acesso à mesma[44]. Em face da dificuldade – e não raras vezes impossibilidade – de os investidores recolherem para si a informação necessária, deverão ser os vários agentes de mercado, no cumprimento dos "deveres" de informação que sobre si impendem, a levá-la até àqueles.

41 Cfr. Antunes, 2009: 221.

42 António Silva Dias evidencia várias vantagens do financiamento através de papel comercial, tanto na perspectiva do emitente, como na do investidor; veja-se a este respeito: Dias, 2002: 91 e 92.

43 Cfr. Dias, 2002: 79.

44 A respeito da dificuldade de o investidor chegar até à informação, veja-se Almeida, 2010: 12.

Em momento anterior da exposição, identificámos alguns instrumentos financeiros que, apesar do seu potencial de nocividade, não eram do conhecimento do público em geral até há alguns anos. O que temos observado ao longo destes últimos anos – pelo menos é a ideia que ressalta a partir da segunda vaga de escândalos financeiros – é que, muitas vezes, aqueles produtos eram maquilhados e vendidos sob a forma de operações bancárias clássicas, *maxime* os depósitos a prazo[45].

Vários relatos públicos dão conta de episódios em tudo semelhantes e que se resumem ao seguinte: o investidor que privilegia operações às quais não se encontra associado um risco, dirigia-se ao banco com a ideia predeterminada de subscrever um depósito a prazo, produto tradicional transacionado pelo banco ao qual se associa uma maior segurança e certeza do recebimento do capital e dos juros. Ao invés disso, ele acaba por receber – sem que tenha essa noção – um passaporte para o sinuoso mundo do mercado dos valores mobiliários, pois o que subscreve são, por exemplo, obrigações subordinadas.

Um outro cenário também comummente relatado pode sintetizar-se desta forma: os clientes dirigem-se ao seu banco de confiança com vista a rentabilizar da melhor forma o seu aforro e são aconselhados a investir em certos instrumentos financeiros que, não sendo os típicos depósitos a prazo, representam o investimento num qualquer (miraculoso) valor mobiliário, emitido por uma qualquer sociedade ou mesmo pelo próprio banco; perante a apreensão do cliente/investidor acerca desse produto, será de imediato reconfortado com a garantia (*rectius*, a ilusão) do seu investimento por parte daquele que sempre foi o seu banco de confiança (chegando a referir-se que o produto financeiro comercializado beneficia de uma espécie de "garantia do (próprio) banco").

O pensamento imediato é o de que se nada correu mal até ao momento, porque não arriscar? Quando a ganância impera na vontade de ambas as partes é previsível que uma delas saia a perder (e nestes casos é fácil perceber qual). Não é à toa que afirma o célebre provérbio popular que "a ignorância é atrevida, porque desconhece o quanto ignora".

---

45 A matéria dos depósitos bancários pode ser estudada, entre outros, em Vasconcelos, 2011; em especial sobre o assunto dos depósitos a prazo, vejam-se as pp. 166 e ss.

4. O DIREITO DO INVESTIDOR À INFORMAÇÃO

4.1. A informação no mercado de valores mobiliários: breve evolução e suas funções

Na viragem do séc. XX a informação financeira era caracterizada pela sua escassez, pouca credibilidade e pela dificuldade no seu acesso. Por conseguinte e com vista a lograr aceder à informação, os bancos passavam a ocupar lugares na administração da sociedade emitente de valores mobiliários, com vista a facilmente chegarem à informação que não estaria, de outro modo, ao seu alcance. *Id est*, os financiadores passavam a integrar as administrações das sociedades, acedendo à informação como se de *insiders* se tratassem (porque efectivamente também o eram!).

Como bem nota Pedro Maia, havia nesse comportamento uma dupla vantagem: "por um lado, resolviam, por essa via, o problema que a assimetria de informação lhes criaria se eles detivessem menos informação que os *insiders*; mas, do mesmo passo, criava-se uma nova assimetria de informação – que agora lhes era favorável – com os restantes *outsiders*, tornando estes potenciais clientes de serviços financeiros"[46].

Porém, com o aumento da dimensão das sociedades e da quantidade dos investidores financeiros no mercado, tornou-se inviável semelhante actuação.

Acontece que o passo que se seguiu foi o de o investidor – de parca ou nenhuma informação – se ver inundado dela. Ademais, além de a informação ser numa quantidade desrazoável, ela reveste-se de uma tecnicidade e complexidade apenas ao alcance de muito poucos.

Ora, estavam assim reunidos os ingredientes necessários para a criação de uma nova assimetria, mas desta vez entre os investidores que conseguem compreender e apreender a informação (essencialmente os investidores qualificados) e aqueles que estão completamente desfasados dessa realidade que são os mercados de valores mobiliários (os investidores não qualificados).

Todavia, mesmo não compreendendo cabalmente a informação a que acede, o investidor não qualificado continua a mover-se no mercado de valores mobiliários, praticamente sem qualquer restrição. Paulatinamente, a preocupação dos reguladores e legislador começa a ser a de assegurar que esses tais investi-

46 Cfr. Maia, 2009: 1192 e ss.

dores não qualificados que se movem no mercado tomem decisões conscientes e esclarecidas de (des)investimento.

O tão falado movimento do *corporate governance* que vai tendo lugar em várias ordens jurídicas impõe, aliás, a produção de informação em termos exactos e de fácil acesso, de modo a que ela seja amplamente divulgada. Contudo, tal movimento surge desacompanhado dos meios aptos a assegurar a formação adequada a prestar aos investidores.

De que adianta a informação ser amplamente divulgada e de fácil acesso, se ela é totalmente imperceptível para grande parte dos seus destinatários? A resposta é fácil: não adiantará nada. Mais, a assimetria manter-se-á, pois a quantidade e a qualidade da informação são totalmente irrelevantes para os investidores não qualificados.

A este respeito Pedro Maia ensina que a quantidade e complexidade da informação tem um outro efeito que não o da redução da assimetria, "[a] sua *deslocação*: em vez de a assimetria existir entre *insiders* e *todos os outsiders*, passa a existir entre *uma parte dos outsiders* – aqueles que sejam capazes de tratar a informação – e *os restantes outsiders* – aqueles que não dispõem de condições para efectuarem esse tratamento"[47].

Será justamente por este motivo que a actividade de intermediação financeira ganhou especial relevo no contexto do mercado dos valores mobiliários. Na verdade, só se justifica que o investidor contrate um serviço de intermediação financeira se o intermediário dispuser de mais e melhor informação do que o investidor.

A acrescer ao exposto, não podemos deixar de sublinhar que o perfil de cada investidor deve ser respeitado aquando da sua decisão de investimento. A entidade que exerce a actividade de intermediação financeira – em regra um banco – deve adequar o instrumento financeiro a subscrever ao perfil do investidor (desde o mais conservador ao mais arrojado).

Naturalmente que a informação, depois de tratada e verdadeiramente entendida, pode diminuir a aversão do investidor ao risco, dada a transparência dos perigos de investimento. Como bem afirma Irving Fisher: "o risco varia inversamente ao conhecimento".

Em bom rigor, julgamos que a informação funciona não só contra abusos e influências de terceiros, mas, em grande medida, como meio de protecção do investidor contra si próprio, *rectius*, contra os comportamentos que por desco-

47 Cfr. Maia, 2009: 232.

nhecimento, excesso de confiança em si[48] ou crença exacerbada no factor sorte, possam comprometer toda a sua vida.

De resto, além de a informação servir o propósito de tornar o investidor conhecedor dos riscos, cumpre um outro propósito que é bem assinalado por Pedro Maia: a informação actua sobre a confiança do sujeito, ou seja, sobre as suas *crenças*. O Autor coloca em evidência que "[n]inguém ousaria pensar que os mercados financeiros mais sofisticados do mundo […] não produziam, afinal, informação fidedigna: e, porque se tomava como fidedigna a informação que era produzida e porque se tomavam como certos os factos que ela reportava […], criou-se uma colossal distância entre o *risco objectivo* do investimento e a *crença* sobre esse mesmo risco. […] Mas, antes de se ter desencadeado a crise, é inegável que o aumento de confiança gerou mais (muito mais!) investimento e, neste aspecto, o aumento de confiança produziu o efeito almejado"[49].

Não menos importante é a constatação de que a informação deve ser também encarada como criadora de um mercado. Na realidade, o comportamento de divulgação de um facto provoca – em princípio – uma reacção da parte do investidor; a tendência é a de investir quando a cotação do título sobe e desinvestir quando a sua cotação desce[50]; esta acaba por ser uma actuação orientada por sinais. A "sinalização" e o designado "comportamento de manada"[51] assumem relevo especial na actuação dos investidores, em especial dos particulares.

Por fim, assumimos como bom o pressuposto de que a informação – preenchidos que estejam certos requisitos, que identificaremos adiante – será bené-

48 Pedro Maia chega mesmo a referir que "os investidores tendem a ser "sobre-confiantes" ("overconfidents"), isto é, tendem a dar muito valor ao seu próprio conhecimento e à sua própria opinião em detrimento das opiniões e dos conhecimentos dos outros", prosseguindo o Autor no sentido de que a "sobre-confiança" tem um papel decisivo no comportamento dos investidores, tornando muito vincada a diferença entre os "optimistas" e os "pessimistas" – cfr. Maia, 2009: 892 e ss.

49 Cfr. Maia, 2009: 468.

50 A propósito da interferência da informação no comportamento do investidor, veja-se Marques & Freire, 1998: 118.

51 Assim, esta conduta consiste na adopção de uma estratégia de investimento levada a cabo por vários investidores, numa atitude claramente imitativa e apenas compreensível pela articulação da economia com a psicologia. Para mais desenvolvimentos acerca do designado *herding behavior*, cfr. Quelhas, 2012: 93 e ss.; e Lobão, 2003.

fica para um mercado eficiente[52], em geral, e para os investidores, enquanto destinatários principais da mesma.

4.2. A oferta pública de subscrição

Dada a complexidade e extensão que a matéria das "ofertas públicas" reveste, cumpre fazer três delimitações fundamentais ao âmbito do presente estudo: *(1.ª)* abordaremos apenas a oferta pública de obrigações (em detrimento da oferta particular); *(2.ª)* atentaremos na oferta pública de distribuição (não na oferta pública de aquisição) e apenas consideraremos a oferta pública de subscrição; e *(3.ª)* estudar-se-á, em concreto, a figura do prospecto da oferta, enquanto instrumento essencial de informação para as transacções de valores mobiliários.

A oferta pública de valores mobiliários encontra-se prevista no artigo 109.º do CVM[53] e constitui uma "proposta [contratual] dirigida ao público [sujeitos indeterminados, nos termos do n.º 1] tendo em vista a emissão, a alienação ou a aquisição de valores mobiliários através de um processo prescrito por lei"[54].

Como ensina Paulo Câmara, "a protecção conferida pelas ofertas públicas é sobretudo informativa – mas também significa, consequentemente, uma intervenção mais profunda da autoridade de supervisão". O Autor elucida também que "o dever de informação é tanto mais intenso quanto menor for a informação detida pelo cliente. A regra, pois, é da proporcionalidade inversa entre a densidade da informação a fornecer ao cliente e o grau de conhecimento e de experiência que este detém"[55].

A qualificação de uma oferta como pública determina algumas implicações jurídicas, de entre as quais destacamos[56]: (*i*) a necessidade de aprovação de um prospecto (artigo 114.º) ou, no caso das OPAs, também de registo prévio na

52 Como refere Margarida Azevedo de Almeida, a eficiência deve ser perspectivada de modo tripartido: (*i*) a *eficiência alocativa* significa a possibilidade de o investidor canalizar o seu aforro para a entidade que dele tire melhor partido; (*ii*) a *eficiência institucional* significa a confiança que a informação transmite no funcionamento do mercado; e (*iii*) a *eficiência operacional* significa a redução dos custos respeitantes às transacções – cfr. Almeida, 2010: 13. Defendendo esta mesma perspectiva, v. Castro, 1997: 334 e ss..

53 Relativamente aos critérios que operam a distinção entre a oferta pública e a particular, estes encontram-se previstos nos artigos 109.º e 110.º do CVM; para mais desenvolvimentos sobre esta matéria, veja-se Vale, 1998: 29 e ss.; e Câmara, 2009: 577 e ss..

54 Cfr. Câmara, 2009: 574.

55 Cfr. Câmara, 2009: 577.

56 Para uma análise mais completa, cfr. Câmara, 2009: 583 e ss..

CMVM (n.º 2 do artigo 114.º); (*ii*) o dever de contratar um intermediário financeiro (artigo 113.º), e (*iii*) a preparação e divulgação de um prospecto (artigo 134.º).

À matéria das ofertas públicas aplicam-se dois princípios fundamentais[57]: o princípio da igualdade de tratamento dos investidores e o da estabilidade da oferta pública.

O primeiro reveste-se de especial importância no âmbito da nossa análise, na medida em que visa acautelar as situações de assimetria informativa entre investidores, de modo a que todos eles disponham da mesma informação no momento da tomada de decisão. Este princípio é concretizado em vários preceitos do CVM, nomeadamente no artigo 112.º.

O segundo princípio revela-se através de três concretizações:

(i) A *estabilidade do conteúdo da oferta*, que significa que o conteúdo da mesma deve manter-se inalterado ao longo de todo o processo, salvo raras excepções[58];
(ii) A *estabilidade do processo*, que significa que, em princípio[59], o processo da oferta deve ser ininterrupto; e
(iii) A *irrevogabilidade da oferta*, que significa que, em princípio e nos termos do artigo 130.º, o oferente não poderá revogar a sua proposta.

A oferta pública de subscrição é uma das *modalidades* de oferta pública de distribuição (regulada nos artigos 156.º e ss.) e tem lugar sempre que o oferente apele à subscrição por parte dos investidores, com vista à posterior emissão.

4.3. A informação e o prospecto

a) O prospecto da oferta e a tutela jurisdicional do investidor

Ao nível da legislação nacional, o CVM concentra as disposições essenciais sobre a matéria do prospecto. Ao nível comunitário, o prospecto é regulado por dois diplomas fundamentais: a comummente designada "Directiva dos

57 Continuamos a acompanhar de perto Câmara, 2009: 585 a 590.

58 São excepções ao referido a possibilidade de alteração da oferta por alteração das circunstâncias, nos termos do artigo 128.º (sobre esta matéria veja-se, em especial, Silva, 2003) e a possibilidade de revisão da oferta, designadamente nos termos dos artigos 172.º e 184.º.

59 Constituem excepções ao aludido princípio: a suspensão da oferta, nos termos do artigo 133.º, e a retirada da oferta, prevista nos artigos 131.º e 132.º.

Prospectos"[60], transposta pelo DL n.º 52/2006, de 15 de Março, e o Regulamento (CE) n.º 809/2004, de 29 de Abril, o qual já sofreu igualmente algumas alterações.

O prospecto é "o documento sujeito a fiscalização administrativa prévia que, em termos padronizados, concentra a informação relevante sobre o emitente, os valores mobiliários por este emitidos e o processo da oferta ou admissão em mercado regulamentado"[61].

O prospecto desempenha (*rectius*, devia desempenhar[62]) um papel fundamental ao nível da protecção do investidor, dado o seu carácter informativo, contribuindo igualmente para a prossecução do interesse público, mediante a promoção da segurança, eficiência e liquidez dos mercados.

Antes de avançarmos, cumpre esclarecer que, pese embora o ordenamento jurídico português preveja a existência de cinco tipos de prospecto[63], apenas atentaremos no prospecto da oferta.

Paulo Câmara explana que a função de protecção do prospecto é levada a cabo através de três vias[64]: *(i)* a do conteúdo obrigatório informativo, previsto nos artigos 136.º a 138.º do CVM, *(ii)* a da intervenção do intermediário financeiro, que reforça a protecção informativa, e *(iii)* a do regime de responsabilidade civil por vícios de informação e de previsão do prospecto, nos termos dos artigos 149.º e ss. do CVM [65].

Doravante, atenderemos sobretudo na dita *função protectora do prospecto* através do seu conteúdo obrigatório informativo, passando em revista as normas do CVM relevantes para este efeito.

---

60 Trata-se da Directiva n.º 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro, já alterada posteriormente.

61 Cfr. Câmara, 2009: 752.

62 Questão diferente, a abordar autonomamente no ponto seguinte, será a do desempenho cabal dessa sua função.

63 Além do prospecto da oferta, também se pode referir: (*i*) o prospecto de admissão (exigência decorrente do artigo 236.º do CVM), (*ii*) o prospecto de base (previsto nos artigos 135.º-A do CVM e do artigo 26.º do Regulamento (CE) n.º 809/2004), (*iii*) o prospecto preliminar (referido no n.º 2 do artigo 164.º, 165.º e 166.º) e, no âmbito dos fundos de investimento, (*iv*) o prospecto do fundo de investimento (ou a súmula deste – o prospecto simplificado), previsto no Decreto-Lei n.º 71/2010, sobretudo artigos 62.º e ss..

64 Cfr. Câmara, 2009: 755 e 756.

65 Muitos são os estudos levados a cabo a propósito da matéria da responsabilidade do conteúdo do prospecto. A título meramente indicativo, veja-se Peres, 1999; Pina, 1999; Silva, 1998; Frada, 1997; e Assmann, 2006.

A informação é, porventura, a medida geral de protecção do investidor mais relevante e, nesse sentido, o capítulo III do título I do CVM dispõe em especial sobre essa matéria. O princípio geral da informação encontra-se previsto no n.º 1 do artigo 7.º, nos termos do qual a informação fornecida terá de ser "completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita"[66], recaindo este dever sobre vários agentes de mercado, em particular sobre os emitentes, os oferentes, os intermediários financeiros, as entidades gestoras e a CMVM.

Salvo a excepção prevista no n.º 2 do artigo 135.º, a realização de qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários deve ser precedida da divulgação de um prospecto (n.º 1). Os prospectos de oferta pública de distribuição estão sujeitos a aprovação pela CMVM, nos termos do n.º 1 do artigo 114.º, devendo o pedido de aprovação ser instruído com os vários documentos previsto no n.º 1 do artigo 115.º.

No caso das ofertas públicas de distribuição, a aprovação do prospecto ou a sua recusa devem ser comunicadas ao oferente no prazo de 10 dias, excepto se respeitarem a emitentes que não tenham previamente realizado qualquer oferta pública de distribuição ou admissão à negociação em mercado regulamentado, caso em que o prazo é de 20 dias[67].

O prospecto será aprovado pela CMVM verificada que esteja a sua conformidade com os seis requisitos da informação, mas o facto de ser aprovado o prospecto, não constitui para o investidor uma garantia daquela entidade quanto ao conteúdo da informação (nem da situação económica ou financeira do oferente, do emitente ou do garante, nem da viabilidade da oferta ou da qualidade dos valores mobiliários) – é o que resultado do n.º 7 do artigo 118.º[68]. Parece-nos, todavia, que além de tal norma visar furtar a CMVM à aplicação do regime da responsabilidade pelos vícios do prospecto, ela levanta algumas suspeitas no que tange à efectiva verificação da conformidade dos requisitos da informação constante do prospecto[69]. De facto, ao pretender desresponsa-

66 Mantendo uma análise bastante actual sobre cada um dos vários requisitos da informação de qualidade, veja-se Pina, 1999: 39 e ss.; e Marques & Freire, 1998: 115 e 116.

67 Cfr. artigo 118.º, n.º 1, alínea *b)* do CVM.

68 Chamando também a atenção para esta circunstância, Assmann, 2006: 180.

69 O facto de a CMVM não se estar incluída na lista do n.º 1 do artigo 149.º não significa que aquela entidade não possa ser demandada em sede de responsabilidade pelo prospecto; a este propósito frisa Paulo Câmara que "a CMVM pode ser responsável por vícios do prospecto. Há importantes funções públicas desenvolvidas pela CMVM na apreciação e informação, e a possibilidade que esta autoridade tem de corrigir os vícios do prospecto deve mostrar implicações ao nível da competente responsabilidade. Assim, se nos termos gerais da responsabilidade por actos praticados no exercido de funções públicas, se

bilizar a CMVM a norma lança a suspeita legítima de um aligeiramento da tarefa de que aquela autoridade está incumbida.

O artigo 135.º é um preceito muito relevante, pese embora consista, no essencial, numa réplica do já aludido artigo 7.º, mas aplicável em concreto ao prospecto. A "repetição" visará, porventura, o reforço da tutela do investidor.

Assim, aquele preceito exige que a informação veiculada no prospecto seja "completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita", com vista a permitir aos investidores "formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante".

Com vista à tentativa de simplificação da (hercúlea) tarefa de compreender um prospecto, o artigo 135.º-A estipula a necessidade de "o prospeto de oferta pública de distribuição [dever] incluir um sumário que preste informações fundamentais aos investidores de forma concisa e numa linguagem não técnica"[70]. Conforme temos vindo a evidenciar ao longo da exposição, a crescente sofisticação e a complexidade de muitos produtos financeiros obsta à capacidade da maioria dos investidores para percepcionar o seu risco, vindo acentuar a importância de normas como esta.

O legislador pátrio, na senda do legislador comunitário, veio prever a possibilidade da utilização de um prospecto de base, contendo informação sobre o emitente e os valores mobiliários, em ofertas públicas de distribuição, no caso de valores mobiliários previstos no n.º 1 do artigo 135.º-C. O conteúdo do prospecto de base, as suas condições finais e a sua divulgação obedecem ao já referido Regulamento (CE) n.º 809/2004.

No que respeita ao conteúdo do prospecto, o legislador optou por elencar no artigo 136.º uma série de elementos informativos que devem dele constar: *a*) as pessoas que são responsáveis pelo conteúdo; *b*) os objectivos da oferta; *c*) o emitente e a actividade por este desenvolvida; *d*) o oferente e a actividade por este desenvolvida; *e*) a estrutura de administração e fiscalização do emitente; *f*) a composição dos órgãos do emitente e do oferente; e *g*) os intermediários financeiros que integram o consórcio de colocação, quando exista.

---

houver uma actuação culposa e ilícita a causar danos, a CMVM poderá ser responsabilizada em termos indemnizatórios" – cfr. Câmara, 2009: 763 e 764.

70 O n.º 3 do preceito define o que se deverá entender por "informações fundamentais" e o n.º 4 identifica os elementos fundamentais que aquelas devem conter.

O artigo 137.º dispõe, em concreto, sobre o conteúdo do prospecto de ofertas públicas de distribuição, o qual remete para o disposto no Regulamento (CE) n.º 809/2004. A CMVM pode dispensar a inserção de algumas informações no prospecto, mediante requerimento do emitente ou do oferente, contanto que preencha os requisitos estipulados no artigo 141.º.

Nos termos do artigo 140.º, o prospecto só pode ser divulgado após aprovação pela CMVM. Em princípio, o prospecto deve ser divulgado o mais tardar até ao início da oferta pública a que respeita. A divulgação do prospecto obedece igualmente ao disposto no Regulamento (CE) n.º 809/2004.

No que respeita ao idioma em que o prospecto deve ser redigido, dispõe o artigo 163.º-A que "o prospecto de oferta pública de distribuição pode ser, no todo ou em parte, redigido numa língua de uso corrente nos mercados financeiros internacionais (…)".

Por fim, deve frisar-se que, regra geral, o prospecto será válido pelo período de 12 meses contados desde a data da sua aprovação. Ademais, o prospecto deve ser completado por eventuais adendas e rectificações, nos termos do artigo 142.º, que devem ser requeridas à CMVM, com vista à sua posterior divulgação obrigatória.

b) Afinal, o prospecto é um elemento informativo (muitas vezes) inútil?

Muito embora seja entendido como *o* elemento principal da informação, a verdade é que, não raras vezes, ele acaba por não servir convenientemente os propósitos para os quais foi criado. Nesta medida, propendemos para uma resposta positiva à questão colocada no presente título, pelo que as linhas que se seguem pretendem justificar esta nossa opinião preliminar.

O prospecto deveria cumprir o propósito fundamental de permitir ao investidor "[formular] um juízo fundamentado sobre os valores mobiliários objecto da oferta, os direitos que lhes são inerentes e a situação patrimonial, económica e financeira da entidade emitente"[71].

Pese embora as diversas referências do CVM à defesa dos interesses dos investidores[72] e às especificidades do prospecto da oferta como forma de acau-

71 Cfr. Rodrigues, 2001a: 41.

72 Vejam-se, entre outros, o n.º 1 do artigo 6.º, a alínea *a)* do artigo 32.º, o n.º 1 do artigo 213.º, a alínea *c)* do n.º 2 do artigo 213.º, a alínea *a)* do n.º 1 do artigo 214.º, o n.º 5 do artigo 215.º, o n.º 1 do artigo 218.º, a alínea *e)* do n.º 2 do artigo 361.º, o artigo 412.º, o n.º 3 do artigo 422.º, todos os preceitos do CVM.

telá-los, em particular, acreditamos que o legislador se limita a estabelecer bons princípios, cuja aplicação prática é questionável.

Como referimos em momento anterior, a informação é um dever que impende sobre vários agentes que actuam no mercado de valores mobiliários e pode revestir diversas formas[73].

Nos casos que iremos analisar está em causa o respeito – *rectius*, o desrespeito – pelos princípios/requisitos atinentes à informação difundida no prospecto[74]: a completude, a veracidade, a actualidade, a clareza, a objectividade e a licitude da informação. A falta de qualquer um deles constitui um vício do prospecto, desencadeador dos mecanismos de responsabilidade civil previstos nos artigos 149.º e ss.[75]. Aliás, aqueles requisitos valem para toda a informação, tanto para obrigatória como para a facultativa, a prestar pelos vários agentes de mercado.

Os identificados *princípios*[76] deverão ser avaliados tendo em vista um investidor médio e pouco sofisticado[77], pelo que quando o intermediário financeiro elabora o prospecto[78] deve fazê-lo ciente de que este se dirige àquele.

Com vista a analisar o grau de conhecimento do investidor português acerca do mercado dos valores mobiliários têm sido levados a cabo diversos estudos e os resultados são realmente preocupantes; sumariamente, eles demonstram que "dois em cada três investidores manifestam um nível de conhecimento específico sobre matérias de natureza financeira que podemos classificar de insuficiente"[79].

---

73 Cfr. Rodrigues, 2001a: 39 e ss.

74 A propósito da aplicação destes princípios ao prospecto electrónico – cfr. Câmara, 1997, em especial pp. 23 a 36.

75 Paulo Câmara elucida a este respeito que "só estes vícios relevam para gerar responsabilidade ao abrigo dos artigos 149.º e ss.. Se o prospecto não corresponde à estrutura imposta pelas directivas comunitárias ofende a lei – mas os danos que daí decorram não serão ressarcidos ao abrigo do Código dos Valores Mobiliários se não existir um dos vícios relevantes ao abrigo do art. 135.º" – Câmara, 2009: 765.

76 No sentido de não estarmos perante verdadeiros *princípios jurídicos*, veja-se Pina, 1999: 39, nota 66.

77 Neste sentido, Monteiro, 1989: 101.

78 A elaboração do prospecto é uma competência do intermediário financeiro, em face da conjugação da alínea *a)* do n.º 1 do artigo 113.º, que respeita à intermediação obrigatória e da alínea *a)* do n.º 2 do artigo 337.º, que define a elaboração do prospecto e do anúncio de lançamento como tarefas obrigatórias nos contratos de prestação de serviços de assistência financeira. Note-se, por fim, que as funções de assistência e colocação podem ser desempenhadas pelo oferente, quando este seja intermediário financeiro autorizado a exercê-las.

79 Cfr. Abreu & Mendes, 2006: 37.

Todavia, uma elaboração consciente do seu real destinatário é meramente ilusória; isto porque, na prática, embora o destinatário seja o investidor ou potencial investidor, o seu *intérprete* será o intermediário financeiro. Justamente por este motivo, Manuel Botelho da Silva defende que o padrão de ciência e experiência deve levar em consideração os esclarecimentos prestados ao investidor pelo intermediário financeiro, pelo que o investidor não deve ser entendido como um apedeuta[80].

Não podemos concordar com tal perspectiva, mesmo conscientes da existência da figura do intermediário. Com efeito, não se pode concordar com a elaboração de um prospecto que tenha em vista um destinatário esclarecido e sofisticado, pois o investidor, tendencialmente, não o é. Aceitar a elevação da fasquia no que concerne ao padrão de ciência e experiência aferidores da qualidade de informação, significaria assentir na tendência de ao mercado financeiro só terem acesso agentes particularmente especializados.

Na sequência do que vimos de afirmar, não podemos deixar de citar Nuno Casal que escreve, a propósito do *mercado de bolsa*, que "resulta da sua estrutura piramidal e do seu reduzido número de intervenientes uma grande preocupação do legislador em restringir o acesso, apenas o granjeando a um círculo de agentes particularmente qualificados, integrando estes um verdadeiro círculo de vida especial […]"[81]. É precisamente a apologia ao mercado (praticamente) inacessível ou acessível apenas com *auxílios* de outros agentes, que não faz sentido numa era em que o mercado de valores mobiliários é uma hipótese tão viável para a diversificação de estratégias de investimento, por um lado, e uma forma alternativa de financiamento ao tradicional recurso aos empréstimos bancários, por outro.

São vários os motivos que podem contribuir para a desinformação; destacamos, contudo, os três que julgamos mais característicos:

(i) A crescente sofisticação financeira e a complexidade de muitos produtos financeiros, que obstam à percepção dos riscos a incorrer;
(ii) A ausência de contacto do investidor com a informação; e
(iii) A extensão da informação transmitida no prospecto.

80 Cfr. Silva, 1998: 183.

81 Cfr. Casal, 1998: 185 e 186.

No que concerne ao primeiro ponto elencado, devemos notar que – mesmo que o investidor tenha acesso e leia cuidadosamente todo prospecto – a sofisticação e a complexidade de grande parte dos produtos financeiros obstam à capacidade da maioria para estimar o respectivo risco do investimento realizado ou a realizar. Como nota Gonçalo Castilho dos Santos, "a multiplicidade de fontes de informação e a variedade e complexidade da informação propriamente dita podem traduzir-se, sobretudo para o investidor não profissional, em barreiras para a correcta e esclarecida formação de (des)investir em valores mobiliários"[82].

Porém, o mercado de valores mobiliários reveste-se de várias características que lhe são intrínsecas sendo duas delas precisamente a sua sofisticação e os riscos[83]que se lhe encontram associados, pelo que a tutela concedida ao investidor não será no sentido da eliminação do risco, mas sim de torná-lo identificável e conhecido do investidor no momento da decisão de (des)investimento. Como ironiza Carlos Osório de Castro: "o investidor conserva o inalienável direito de ser estúpido (*to make a fool of himself)*, sendo o objectivo do direito do mercado de valores mobiliários apenas evitar que outrem faça dele estúpido (*to make a fool of him*)"[84].

No caso concreto está em causa o desrespeito pelo princípio da clareza da informação[85]. Este é um vício que se prende com *o modo* como a informação deve ser apresentada no prospecto[86].

Como escreve Carlos Costa Pina, "o princípio da clareza impõe simplicidade na transmissão da informação ainda que complexos sejam os factos que ela vincula, daí que as informações divulgadas de forma dúbia ou confusa, ou

82 Cfr. Santos, 2008: 338 e ss.

83 Os riscos a que nos referimos podem ser de várias índoles, designadamente o *risco de oportunidade* (fazer a opção correcta, uma vez que pode estar a perder benefícios se investisse de forma diferente), o *risco de administração* (a administração ser confiada a pessoa idónea e com *expertise* assinalável) e o *risco de liquidez* (advém de situações em que, porventura, o investidor esteja interessado em transaccionar as suas obrigações, sempre estará sujeito a não conseguir fazê-lo porque não conseguir encontrar outrem interessado em tomar o lado contrário a um preço que ele considere razoável) – cfr. Rodrigues, 2001a: 34 e 35.

84 Cfr. Castro, 1997: 337.

85 Há autores que consideram que este princípio é subsumível a um outro que é o da acessibilidade da informação; neste sentido, Pina, 1999: 43, nota 72.

86 Paulo Câmara resume que "os vícios da insuficiência e da falta de actualidade se prendem com o que deve constar do prospecto, ao passo que os demais vícios se relacionam mais com o modo como a informação deve ser apresentada no prospecto" – cfr. Câmara, 2009: 765.

apresentada num contexto pouco perceptível […], bem como as redigidas de forma vaga, ambígua ou não explícita […], e ainda aquelas que pelos termos utilizados sejam susceptíveis de induzir o investidor em erro […] não sejam admissíveis"; salienta ainda o Autor que "releva a forma de elaboração da informação, *v. g.*, a linguagem utilizada na sua redacção, bem como a estrutura e sistematização da sua exposição"[87].

No que respeita ao segundo aspecto *supra* identificado – a ausência de contacto do investidor com a informação –, ele pode dever-se a dois motivos distintos: (*i*) o desinteresse do investidor na leitura do prospecto, e (*ii*) a substituição do prospecto por um panfleto publicitário[88].

Relativamente ao desinteresse característico de grande parte dos investidores, Paulo Câmara assinala que "[a] prática tem revelado que poucos são os investidores a ler o prospecto na íntegra e a compreender toda a informação nele contida. Os destinatários principais do prospecto acabam por ser, em muitos casos, os investidores institucionais e os especialistas que apoiam as decisões dos investidores não-institucionais, directa ou indirectamente (*free riding*)"[89].

A SEC norte-americana está tão ciente da realidade exposta que "[incentiva] a maior clareza e acessibilidade do texto dos prospectos, por forma a estimular a sua utilização pelo investidor comum (*Plain English Disclosure*)"[90].

No entanto, também não somos apologistas de que se encare sempre o investidor como o *inocente*; é bom que fique claro que a sua apatia na tomada de conhecimento da informação também se deve, várias vezes, à sua noção de que o legislador tem tendência para o *infantilizar*[91]. Sobretudo após a segunda vaga de escândalos financeiros há uma preocupação acrescida com as decisões do investidor; pense-se, a título meramente exemplificativo, no caso das *novas*

87 Cfr. Pina, 1999: 43 e 44.

88 À matéria da mensagem publicitária será prestada uma especial atenção considerando a importância de que se reveste.

89 Cfr. Câmara, 2009: 766. Precisamente neste mesmo sentido de que "os principais destinatários da informação divulgada pelos emitentes são, hoje, os analistas financeiros" – cfr. Gomes, 2009: 115.

90 Cfr. Câmara, 2009: 766.

91 No sentido de que a protecção dos investidores não pode ser ilimitada, veja-se Rodrigues, 2001a: 33 e ss.. A autora começa por esclarecer que os limites à protecção do investidor "em última instância, decorrem da própria essência do investimento em valores mobiliários". A autora sintetiza então os limites: "inevitabilidade do risco, recusa de paternalismo por parte da entidade de supervisão e autoresponsabilização do investidor". A respeito dos limites de actuação da CMVM à protecção do investidor, veja-se Pereira, 2000: 85 e 87.

acções preferenciais sem direito de voto – as designadas acções preferenciais sem voto de *segunda geração*[92]. É que nos termos do n.º 4 do artigo 341.º do CSC, com a nova redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, o legislador – ao prever o potencial de nocividade para o investidor – estatuiu que elas fossem subscritas exclusivamente por investidores qualificados.

No mesmo sentido proteccionista e ainda de acordo com o aludido diploma, o legislador acrescentou a alínea *e*) ao n.º 4 do artigo 349.º – acerca do "limite de emissão de obrigações". Nos termos daquele preceito, o requisito previsto no n.º 1 da norma – que se prende com o cálculo da rácio de autonomia financeira, através de uma complexa fórmula, decisiva para a possibilidade da emissão de obrigações pelas S.A. – não se aplica "às emissões que sejam integralmente subscritas por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e desde que as obrigações emitidas não sejam subsequentemente colocadas, direta ou indiretamente, junto de investidores não qualificados". Ou seja, se a emissão for integralmente subscrita por investidores qualificados, estamos perante uma oferta particular, nos termos da alínea *a*) do artigo 110.º do CVM, o que já significa de *per se* uma diminuição de tutela conferida àqueles.

A propósito da 2.ª parte da aludida alínea *e*) e nunca perdendo de vista a protecção do investidor não qualificado, estamos com Hugo Moredo Santos e Orlando Vogler Guiné[93] quando consideram que o legislador bem andou ao não ter descurado a possibilidade de num mercado secundário as ditas obrigações irem "parar às mãos" do investidor não qualificado[94].

O legislador actuou *qua tale* um "tutor" do investidor, decidindo o que será o melhor e o pior para si; neste caso *decidiu* que adquirir aquelas acções seria perigoso para o pequeno investidor. Eis, portanto, alguns exemplos claros de uma legislação fruto de um contexto de crise, que resultaram numa solução legislativa paternalista.

---

92 Esta designação é usada várias vezes por Marques, 2015: 223.

93 Cfr. Santos & Guiné, 2015: 193.

94 Atente-se, a este propósito, nas considerações que Hugo Moredo Santos e Orlando Vogler Guiné tecem acerca desta 2.ª parte da alínea *e)*; os Autores afirmam que "embora pareça impor, por um lado, que contratualmente (no contrato de subscrição e/ou nas condições de emissão) seja prevista a obrigação dos investidores qualificados não alienarem as suas obrigações a não qualificados, trata-se de um resultado que, em si mesmo, o emitente não poderá assegurar e que não é razoável que tenha um impacto negativo no emitente ou nas condições de existência da emissão se essa obrigação for incumprida pelos investidores" – cfr. Santos & Guiné, 2015: 194.

Todavia, sempre se questionará se, porventura, as obrigações subordinadas, as obrigações perpétuas e o papel comercial não são instrumentos de dívida ainda mais nocivos para os investidores não qualificados – do que as *novas* acções – mas que, ainda assim, não se lhes encontram vedados. Provavelmente, devemos aguardar pela próxima reforma legislativa para aquilatar se o paternalismo evidenciado se manterá, revelando uma nova tendência do legislador.

Um outro exemplo manifesto do dito paternalismo – não tão recente, mais ainda assim assinalável – é a revogação do artigo 110.º-A do CVM, sob a epígrafe "qualificação facultativa [como investidor qualificado]"[95] – operada pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de Fevereiro –, na sequência da transposição da Directiva do Prospecto; neste caso, o legislador revogou a faculdade de certos sujeitos, preenchidos que estivessem alguns pressupostos, requererem a sua qualificação como investidores qualificados. Nesta senda, ao revogar igualmente os n.ºs 2 e 3 do artigo 30.º, reduziu significativamente o leque de sujeitos classificados como investidores qualificados.

Perguntar-se-á o porquê deste afã do legislador no sentido de reduzir ao mínimo as entidades classificáveis como investidores qualificados? Cremos que a resposta é simples: cada vez mais são em menor número aqueles que têm capacidade, a informação e a formação para se exporem.

Na doutrina há também quem defenda que a protecção do investidor não qualificado deve passar pela "proibição da respectiva exposição a um elevado risco através da restrição do acesso quer a determinados produtos financeiros, quer a determinados mercados; concessão de faculdades processuais vedadas aos investidores institucionais; acesso a fundos de garantia, direitos de arrependimento […]"[96].

Quanto a nós, cremos que uma excessiva protecção do investidor revela-se desaconselhável sobretudo a dois níveis: (*i*) redução do investimento em valores mobiliários; e (*ii*) redução (ou mesmo a eliminação) do risco, necessário e inerente ao funcionamento do mercado, sem o qual haveria (praticamente) uma garantia quanto ao mérito do investimento.

Por vezes, a impressão com que se fica é a de que todos se preocupam mais com o investidor do que ele próprio. Na verdade, ele não parece retirar ensinamentos do passado e este fenómeno em pouco (ou nada) se relaciona com o seu grau de literacia financeira, mas com as suas características psicológicas,

95 Sobre o estatuto dos investidores qualificados a pedido, veja-se Aguiar, 2008.

96 Cfr. Silva, 2005: 159 e 160.

já que continuamos a deparar-nos, em vários casos, com uma ingenuidade, credulidade e desconhecimento que são verdadeiramente próprios de uma criança.

Chegamos, por fim, ao terceiro aspecto identificado: a extensão da informação veiculada no prospecto, que representará mais uma forma de desinformação.

Parece haver uma (propositada?) confusão no que concerne à quantidade de informação disponibilizada ao investidor (ou potencial investidor) e a sua efectiva apreensão por parte daquele. Aparentemente, o mercado e seus agentes têm vindo a considerar que *quanto mais informação melhor*; é justamente esta crença que fundamenta a tendência da *praxis* de *engordar* o prospecto. Tal ideologia não poderia estar mais errada, pois conduz a um efeito de *intoxicação informativa*.

Essa prática consiste em engrossar o prospecto, com vista a dotá-lo de numerosas páginas, algumas vezes em língua estrangeira, com um conteúdo (quase) imperceptível para a maioria dos seus destinatários e, por vezes, apresentando informação datada.

Julgamos que este procedimento, além de funcionar como uma possível manobra ardilosa – enquanto mecanismo de desinformação do investidor –, terá o propósito de desonerar não só os seus autores materiais, como também todos aqueles que têm influência sobre o prospecto. Por um lado, dota o prospecto de todos os elementos exigidos – acrescentando-lhe mais uns tantos logrando semear (ainda mais!) a confusão – obstando à sua recusa por parte da CMVM e, por outro, pelo facto de incluir *tudo e mais alguma coisa*, sempre será menos provável – mas nem por isso menos sustentada – uma possível demanda das entidades previstas no n.º 1 do artigo 149.º em sede de efectivação de responsabilidade.

O excesso de informação pode, efectivamente, constituir um entrave à percepção por parte do investidor daqueles que são os pontos-chave do prospecto; esta situação prender-se-á, sobretudo, com o requisito da completude/suficiência da informação, princípio esse que também tem em vista evitar a multiplicação de informação.

O requisito em causa não se relaciona com o *modo* como a informação deve ser apresentada no prospecto, mas com *o que* nele deve constar. Este requisito da completude da informação relaciona-se intimamente com a questão *supra* exposta acerca do nível de ciência e de experiência do investidor a considerar aquando da elaboração de um prospecto.

Dada a assinalável dimensão de potenciais destinatários e os seus diferentes graus de conhecimento, a prática é a de elaborar um prospecto tendo por destinatário o próprio intermediário financeiro. Assim, este *player* deverá desempenhar um papel fundamental no sentido de reduzir a assimetria informativa entre os diversos investidores.

Sabendo-se que a assimetria de informação é prejudicial para o funcionamento dos mercados obstando à sua eficiência, é legítimo afirmar que a actividade do intermediário financeiro favorece o funcionamento eficiente do mercado e, por consequência, o da própria economia.

Em face dessas prerrogativas, facilmente se compreende que o intermediário financeiro fique onerado com vários deveres de índole diversa[97], designadamente o dever de se informar junto do investidor sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, eventualmente, sobre a sua situação financeira e os seus objectivos de investimento. Por conseguinte, o intermediário financeiro deve orientar a sua actividade no sentido da protecção dos interesses dos investidores e da eficiência do mercado, observando os ditames da boa-fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência.

c) Informação no prospecto versus mensagem publicitária – algumas reflexões

A tecnicidade e extensão da informação veiculada no prospecto, por um lado, e a dinâmica acelerada do quotidiano de grande parte dos investidores – que os impossibilita de realizar uma análise atenta e cuidada de toda a informação essencial –, por outro, originam decisões essenciais de (des)investimento baseadas em meras mensagens publicitárias que lhe são dirigidas. Este é o motivo pelo qual estas revestem tal importância pois, não raras vezes, acabam por *substituir* o prospecto e assumir-se como a única fonte de informação a que os investidores têm acesso para formar uma decisão; além disso, os investidores não qualificados são facilmente influenciáveis por mensagens publicitárias aliciantes.

Se a informação em sentido estrito visa, no essencial, a pura e simples comunicação de factos de modo objectivo com o intuito de permitir aos destinatários

97 Esta é uma matéria deveras interessante. Porém, apenas podemos fazer-lhe uma brevíssima referência e sempre direccionada para o âmbito do nosso estudo, pelo que, para mais desenvolvimentos, veja-se, entre outros, Duarte, 2000; Leitão, 2000; e Almeida, 2006.

um conhecimento adequado daquilo a que se refere[98], já o fito da publicidade neste contexto é o de aliciar à participação em determinada oferta pública de subscrição. Tal objectivo pode ser levado a cabo, designadamente, através de uma selecção estratégica das matérias que incorporem a mensagem publicitária, de molde a evidenciar o que é mais conveniente à subscrição e omitir o que pode obstaculizar a mesma[99].

Na esteira de Sofia Nascimento Rodrigues, "a publicidade distingue-se, antes de mais, de uma oferta pública de valores mobiliários porque esta é idónea a representar uma intenção negocial do autor da mensagem ou passo que aquela não o é, tendo uma função meramente descritiva das linhas gerais de certo tipo de serviços ou de valores mobiliários oferecidos, antecedendo a celebração de qualquer contrato"[100]/[101].

O CVM consagra diversas normas acerca da publicidade de valores mobiliários[102], de ofertas públicas[103] (aspecto sobre o qual atentaremos) e da intermediação financeira[104].

A publicidade das ofertas públicas encontra-se prevista, fundamentalmente, no artigo 121.º. Nos termos deste preceito, a publicidade deve: (*i*) obedecer aos princípios enunciados no artigo 7.º, *id est*, tem de ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita; (*ii*) referir a existência ou a disponibilidade futura

98 "Refira-se que o carácter publicitário pode resultar da utilização que se faça da informação e não da informação em si mesma. Assim, uma informação preparada no âmbito da empresa respectiva, que pelo seu conteúdo seja susceptível de orientar comportamentos no domínio do mercado, tem relevância publicitária a partir do momento em que deixe de ter um uso meramente interno" – cfr. Pina, 2003: 259, nota 26.

99 A ideia que vimos de transmitir é reforçada, inclusivamente, pelo artigo 3.º do Código da Publicidade, aplicável *ex vi* n.º 4 do artigo 7.º do CVM. Com efeito, o CVM não contém nenhuma definição de publicidade, pelo que teremos de nos socorrer do referido preceito, nos termos do qual se considera publicidade "qualquer forma de comunicação feita por entidades de natureza pública ou privada, no âmbito de uma actividade comercial, industrial, artesanal ou liberal, com o objectivo directo ou indirecto de: *a)* Promover, com vista à sua comercialização ou alienação, quaisquer bens ou serviços; *b)* Promover ideias, princípios, iniciativas ou instituições".

100 Cfr. Rodrigues, 2001b: 4.

101 Acerca da distinção entre publicidade e informação pronuncia-se, entre outros autores, Pastor, 1994: 927.

102 Veja-se, a título exemplificativo, o artigo 7.º e o 366.º do CVM. Note-se que estas normas além de aplicáveis aos valores mobiliários também se aplicam às ofertas, mercados, liquidação de operações e intermediação.

103 A este respeito são relevantes os artigos 121.º e 122.º, 155.º e 167.º, todos do CVM.

104 Prevista no artigo 292.º do CVM.

de prospecto e indicar as modalidades de acesso ao mesmo; e (*iii*) harmonizar-se com o conteúdo do prospecto.

Atentemos, em especial, no ponto (*i*). Poderá causar alguma hesitação o facto de o regime respeitante à informação ser aplicável a outras realidades, como é o caso da mensagem publicitária, que por vezes acaba mesmo por desinformar; se, por um lado, parecem claras as motivações subjacentes a tal imposição – a tutela dos investidores e a promoção da eficiência do mercado –, por outro, facilmente se compreende que a informação e a publicidade obedecem a lógicas distintas[105].

Em primeiro lugar, dedicaremos algumas linhas à articulação do princípio da completude exigido quer para a informação, quer para a mensagem publicitária.

A aplicação do dito princípio da completude à publicidade parece constituir um "terreno pantanoso", na medida em que se revela difícil saber qual é o conteúdo informativo mínimo que a mensagem publicitária deve conter. Com efeito, não se deve perder de vista que "a omissão informativa pode configurar situações de publicidade enganosa, dando origem à possibilidade de actuação, nomeadamente sancionatória, por parte da CMVM"[106].

O legislador antevendo as óbvias dificuldades na aplicação daquele princípio previu, no n.º 3 do artigo 7.º, que "o requisito da completude da informação [seja] aferido em função do meio utilizado, podendo, nas mensagens publicitárias, ser substituído por remissão para documento acessível aos destinatários". Nesta conformidade, considera-se respeitado tal princípio se a remissão em causa for para o conteúdo do prospecto.

Em segundo lugar, também se poderão colocar algumas questões acerca da aplicação do princípio da licitude à mensagem publicitária, sobretudo relativamente ao idioma: é que de uma banda, dispõe o n.º 3 do artigo 7.º do Código da Publicidade que "só é permitida a utilização de línguas de outros países na mensagem publicitária, mesmo que em conjunto com a língua portuguesa, quando aquela tenha os estrangeiros por destinatários exclusivos ou principais"; de outra, o artigo 6.º do CVM prevê a "[redacção] em português ou acompanhada de tradução para português devidamente legalizada da informação divulgada em Portugal que seja susceptível de influenciar as decisões dos investidores (…)". Ora, *a contrario,* depreende-se que se a informação não

105 Nas linhas que se seguem, seguimos de perto a exposição e ensinamentos de Rodrigues, 2001b: 20 e ss.

106 Cfr. Rodrigues, 2001b: 22.

for susceptível de influenciar as decisões dos investidores ela pode então ser redigida em língua estrangeira.

Em face do exposto, colocar-se-á a questão de saber a que preceito deve obedecer a informação veiculada nas mensagens publicitárias: ao n.º 3 do artigo 7.º do Código da Publicidade ou ao artigo 6.º do CVM?

Em nossa opinião e tendo presente a necessidade de tutelar os interesses dos investidores, acompanhamos Sofia Nascimento Rodrigues no sentido de que "o preceito especialmente vocacionado para reger a questão do idioma no qual deve ser redigida a mensagem publicitária é, em primeira linha, o art. 7.º do Cód. Publ. e, subsidiariamente, o art. 6.º do Cód. VM"[107].

Em último lugar, partilhamos as hesitações que se nos colocam quanto à aplicação prática dos princípios da veracidade e da objectividade à mensagem publicitária.

Por um lado e de acordo com o princípio da veracidade, a informação deve representar "uma rigorosa coincidência com a realidade dos factos a que se refere […], pelo que o seu relevo principal se verifica nas informações que não pressuponham operações lógicas ou juízos de valor baseados nos factos a que se referem"[108]. Por outro lado e de acordo com o princípio da objectividade, a informação objectiva é aquela que se apresenta como "universalmente correcta"[109].

Definidos (sucintamente) que foram os dois princípios, paira no ar a dúvida acerca da sua articulação com a publicidade, enquanto actividade marcadamente promocional. Em nossa opinião, esta articulação apresenta-se deveras complexa.

No que respeita à aplicação do princípio da verdade à publicidade, as dúvidas parecem evidentes: na elaboração de qualquer elemento que contenha uma mensagem publicitária – por exemplo, uma brochura publicitária – serão utilizadas estratégias que premeiam a criteriosa selecção de informação atractiva em detrimento daquela que, por se revelar dúbia do ponto de vista de um investidor, será simplesmente omitida. Ora, parece-nos legítimo questionar se uma informação que é seriada à partida – e, por isso, evidenciadora apenas de uma "verdade previamente escolhida" pelo anunciante – permite ao investidor formar juízos verdadeiros acerca da decisão de (des)investimento ou se não permitirá, outrossim, formar os juízos que outrem desejará que aquele

107 Explicando os motivos pelos quais defende aquele entendimento, cfr. Rodrigues, 2001b: 21.

108 Cfr. Pina, 1999: 41.

109 Cfr. Pina, 1999: 42.

forme. Evidentemente que tal mensagem publicitária nunca espelhará uma informação neutral, pois o seu objectivo será sempre o de despertar o interesse do investidor.

Relativamente ao requisito da objectividade, característico da informação, e que também deverá nortear a publicidade, ele tão-pouco parece facilmente equacionável no domínio da mensagem publicitária pelos motivos já evidenciados.

No que respeita às demais exigências previstas no artigo 121.º do CVM – *supra* identificadas como pontos (*ii*) e (*iii*) –, para além da equiparação entre a publicidade e informação (em alguns casos duvidosa), este preceito permite ainda articular a matéria da publicidade com a do prospecto. Como salienta Carlos Costa Pina, "sendo o prospecto o documento informativo central no âmbito das ofertas públicas, compreende-se a necessidade de as comunicações publicitárias serem coerentes com o conteúdo daquele […] bastando que a complementaridade e o efeito promocional que ela serve não ponham em causa as funções da informação".

Finalmente, deve destacar-se o papel de relevo da CMVM nesta matéria: entre várias outras competências, o n.º 2 do artigo 121.º sujeita à prévia aprovação da CMVM todo o material publicitário relacionado com a oferta pública[110]. Assim sendo, se a CMVM considerar que a aprovação do prospecto ou o registo da oferta é viável, pode autorizar a publicidade anterior à aprovação daquele elemento ou à concessão do registo, desde que daí não resulte perturbação para os destinatários ou para o mercado.

4.4. Como salvar o *peixe-dourado* do *tanque dos tubarões* – notas finais

Cremos que o título escolhido, de tão expressivo e caricato que é, revela-se suficientemente elucidativo acerca do objecto das linhas que se seguem.

Porém e antes de avançarmos, deve perceber-se que quando nos referimos ao *peixe-dourado*, queremos significar o universo de investidores não qualificados

110 Pese embora escape ao âmbito da nossa análise, não podemos deixar de notar que, nos termos do n.º 3 do artigo 121.º, aos vícios do conteúdo da informação divulgada em acções publicitárias aplica-se, com as devidas adaptações, o regime da responsabilidade civil por vícios do prospecto, previsto nos artigos 149.º e ss. do CVM. Acerca do enquadramento da responsabilidade civil por mensagens publicitárias, veja-se Frada, 2004: 192 e ss.. Margarida Azevedo de Almeida esclarece que "o facto de o art. 121.º/3 estar colocado no âmbito das ofertas públicas não parece permitir uma interpretação que se direccione no sentido de subordinar ao regime da responsabilidade por prospecto a generalidade das mensagens publicitárias relativas a valores mobiliários. Na verdade, para a generalidade das mensagens publicitárias relativas a valores mobiliários, parece valer a remissão do art. 7.º/4 CVM para o Código da Publicidade, concretamente para o seu art. 30.º" – cfr. Almeida, 2010: 10, nota 5.

e bem assim os potenciais investidores/meros curiosos de mercado; o *tanque* representará o cenário em que se movem, ou seja, o mercado de valores mobiliários; e os *tubarões* representarão, claro, os demais agentes de mercado cuja assimetria informativa e poder negocial lhes permite ocupar um papel cimeiro.

Sem termos a pretensão de levar a cabo um estudo exaustivo acerca da matéria em causa, mas sentindo a necessidade, por outro lado, de, na economia do presente trabalho, aventarmos algumas soluções para auxiliar o *peixe-dourado*, teríamos de principiar com umas linhas acerca da *investor education*.

Conforme já tivemos oportunidade de frisar, não basta que o legislador e os agentes de mercado se preocupem em "entupir" o investidor de informação sem que, a par disso, curem de facultar àquele as ferramentas necessárias para a compreender. A formação do investidor é um factor muito relevante para a sua tutela efectiva e que permitirá ao investidor reflectir adequadamente sobre o risco do investimento. A educação/formação corresponde (ou pelo menos assim deveria ser) a um estádio prévio ao da informação, pelo que, sendo esta adequada, poder-se-ia passar a pressupor que, perante certos elementos informativos apresentados ao investidor, ele seria capaz de os interpretar convenientemente (o que não é possível no actual estado de coisas).

A respeito da formação do investidor em análise, Sofia Nascimento Rodrigues avança uma pluralidade de meios que entende capazes de atingir tal desiderato formativo, a saber[111]: (*i*) a publicação de brochuras informativas em locais de fácil acesso para o investidor; (*ii*) a organização de sessões de esclarecimento; (*iii*) a utilização dos meios de comunicação social para a realização, por exemplo, de "consultórios do investidor"; e (*iv*) a implementação de uma linha de apoio ao investidor.

Nos termos do artigo 5.º do Estatuto da CMVM[112], compete a esta entidade a prossecução das atribuições que contribuam para o desenvolvimento dos mercados financeiros, designadamente mediante o desenvolvimento, incentivo ou patrocínio de estudos, inquéritos, publicações, acções de formação, entre outras actividades[113]. Em abono da verdade, cada vez mais são visíveis os seus esforços nesse sentido.

---

111 Cfr. Rodrigues, 2001b: 56.

112 O Estatuto da CMVM foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de Janeiro, que revogou o Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, que já havia sido alterado pelos Decretos-Leis n.ºs 232/2000, de 25 de Setembro, 183/2003, de 19 de Agosto, 169/2008, de 26 de Agosto e pelo 97/2013, de 24 de Julho.

113 A propósito das várias e assinaláveis iniciativas já levadas a cabo pela CMVM escreve Pereira, 2000: 83.

De resto e estando a literacia financeira na ordem do dia, é frequente falar-se na necessidade de alfabetização financeira desde a escola primária, por forma a obrigar todos a familiarizarem-se desde cedo com a profunda tecnicidade, complexidade e sofisticação características do mercado de capitais.

Todavia, não bastarão as boas intenções do legislador, do mercado e dos seus agentes no sentido de proporcionar os meios aptos à formação do investidor; é necessário que ele, efectivamente, se interesse por essas matérias e queira evoluir nesse sentido, o que muitas vezes não é uma prioridade. E quanto a isso nada haverá a fazer…

Será precisamente pelo desinteresse manifesto do investidor e pela sua vulnerabilidade incapacitante para actuar de modo racional e prudente, que o legislador se vê obrigado a desempenhar um papel que rejeitava à partida: o de *tutor* do investidor.

Quanto a nós, cremos que a questão do respeito pelo investidor (ou melhor, pelo seu perfil) faz ressurgir a discussão que opõe os defensores dos princípios da especificidade e da especialização do sector bancário aos do princípio da banca universal. Actualmente vigora aquele último princípio – o da banca universal[114] –, previsto no n.º 1 do artigo 4.º do RGICSF[115], cujo simples confronto permite perceber que a actividade da banca é, praticamente, ilimitada; é justamente neste aspecto que reside o problema.

A adopção do princípio da banca universal determinou a eliminação da diferenciação entre a banca comercial, de poupança e de investimento, o que representou uma reconfiguração e redimensionamento da clássica actividade bancária, anteriormente centrada na captação de poupanças dos clientes através dos seus depósitos e na concessão de empréstimos bancários. Como é sobejamente sabido, actualmente a actividade bancária está alargada a outros sectores como, por exemplo, o mercado dos valores mobiliários, pelo que podem ser oferecidos ao balcão produtos de diversa natureza, isto é, nada obsta a que sejam comercializadas as aludidas obrigações subordinadas ou as perpétuas e o papel comercial – produtos altamente nocivos – ao mesmo tempo que se vendem seguros e se fazem depósitos a prazo[116]. É precisamente pela diver-

114 Para mais desenvolvimentos sobre este princípio, veja-se Quelhas, 2012: 51, nota 49.

115 Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/ 92, de 31 de Dezembro, que já sofreu diversas alterações.

116 Numa hipótese mais complexa – e que a realidade da resolução do Banco Espirito Santo trouxe para o nosso quotidiano – um banco pode vender estes produtos nocivos emitidos pelo próprio grupo económico em que o banco se insere, o que permite apresentar esses produtos como similares a produtos tradicionais; dir-se-á, então, "é tudo o mesmo banco".

sidade de produtos que a banca pode oferecer que é relevante a formação do investidor e a informação fornecida, para lhe permitir optar conscientemente.

Como comprovam alguns estudos realizados[117], o gestor bancário ainda é a principal fonte de informação a que o investidor recorre quando pretende acompanhar o mercado dos valores mobiliários. Pese embora o banco, enquanto intermediário financeiro, tenha obrigação de adequar o investimento ao perfil do investidor, o seu propósito é, verdadeiramente, o da maximização da sua rentabilidade (não se olvidem, de resto, os incentivos do próprio gestor que *impinge* o instrumento financeiro – pense-se na necessidade do cumprimento de objectivos internos, com base nos quais é premiado e remunerado).

Em face do exposto, julgamos que o investidor só será respeitado no momento em que se proceda à (re)especificidade e à (re)especialização do sector bancário[118], o que significa um *regresso ao passado*, abandonando a possibilidade de a banca actuar (praticamente) de modo ilimitado, já que se procede a uma clara separação entre a banca comercial e a de investimento. Este retrocesso determina, entre outras coisas, uma segregação nítida entre as operações especulativas – características do mercado dos valores mobiliários e adequadas aos investidores que tenham um perfil arrojado – e as operações bancárias clássicas, ideais para o investidor com um perfil conservador.

117 Cfr. Rodrigues, 2001a: 53, nota 68.

118 Cfr. Quelhas, 2013: 535 e ss..

BIBLIOGRAFIA

Abreu, Margarida & Mendes, Victor

2006 "Cultura financeira dos investidores e diversificação das carteiras", *in*: *Cadernos MVM,* n.º 23, pp. 24-39.

Aguiar, Conceição

2008 "O estatuto dos investidores qualificados a pedido", *Cadernos MVM*, n.º 31, pp. 88-98.

Almeida, José Queirós

2006 "Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica", *Cadernos MVM,* n.º 24, pp. 291-303.

Almeida, Margarida Azevedo de

2010 "A Responsabilidade Civil perante os Investidores por Realização Defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco", *Cadernos MVM*, n.º 36, pp. 9-31.

Antunes, José Engrácia

2009 *Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina.

Ascensão, José Oliveira

2001 "O actual conceito de valor mobiliário", Separata de *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, pp. 37-60.

Assmann, Heinz-Dieter

2006 "Civil liability for the prospectus", *in*: *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Almedina, pp. 163-185.

Bessa, Tiago

2010 "Crise, regulação e supervisão de hedge funds", *RDS II*, Vol. 3/4, pp. 849--914.

Casal, Nuno

1998 "Diligência exigida aos Intermediários Financeiros no Cumprimento de Ordens de Bolsa – Comentário à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de 6 de Fevereiro de 1998, proferida no processo Rec. Coima n.º 326/97", *in*: *Cadernos MVM*, n.º 2, pp. 169-195.

Câmara, Paulo

1997 "A Oferta de Valores Mobiliários realizada através da Internet", *Cadernos MVM*, n.º 1, 1997, pp. 10-53.

2003 "O regime jurídico das obrigações e a protecção dos credores obrigacionistas", *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 309--345.

2009 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina.

Castro, Carlos Osório de
1997 A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliário", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, pp. 333-347.
1998 *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, Porto: Universidade Católica Portuguesa.
Cunha, Paulo Olavo
2012 *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Almedina: Coimbra.
Dias, António Silva
2002 *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa: Quid Juris.
Dias, Cristina Sofia
2001 "Notas e questões sobre a lei aplicável à emissão de instrumentos de dívidas de curto prazo (papel comercial) por sociedade com sede e administração efectiva em Portugal", *Cadernos MVM*, n.º 12, pp. 105-116.
Dias, Gabriela Figueiredo
2014 "Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder", *III Congresso da DSR*, Coimbra: Almedina, pp. 359-383.
Dias, Joana Pereira
2003 "Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a *pari passu*, a *negative pledge* e a *cross default*", *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. IV, Coimbra: Almedina, pp. 879-1029.
Duarte, Rui Pinto
2000 "Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários", *Cadernos MVM*, n.º 7, pp. 352-373.
Fernandes, Ricardo Sá
1997 "O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em especial", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex.
Ferreira, Diogo Saramago
2011 "A nacionalização do Banco Português de Negócios – Análise da Lei n.° 62-A/2008, de 11 de Novembro", *RDS*, Ano III, n.º 1, pp. 169-186.
Frada, Manuel Carneiro da
1997 *Uma "terceira via" no Direito da Responsabilidade Civil,* Coimbra: Almedina.
2004 *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra: Almedina.
Francisco, Paulo M.
2008 "Estrutura Óptima de Financiamento no contexto fiscal nacional actual", *Cadernos MVM*, n.º 29, pp. 38-56.

Gomes, José Ferreira
2009 "Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.os 158/2009 e 185/2009", *Cadernos MVM,* n.º 33, pp. 105-141.
Guiné, Orlando Vogler
2009 *Da Conduta (Defensiva) da Administração "Opada"*, Coimbra: Almedina.
2011 "O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as acções e as obrigações)", *I Congresso da DSR*, Coimbra: Almedina, pp. 75-93.
Leitão, Luís Menezes
2000 "Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros", *Direito dos Valores Mobiliários,* Vol. II, pp. 129-156.
Lobão, Júlio
2003 Herding Behavior *dos fundos de investimento mobiliário em Portugal*, Lisboa: Euronext Lisboa.
Maia, Pedro
2009 *Voto e corporate governance: um novo paradigma para a sociedade anónima*, Tese de Doutoramento, Vol. I, Coimbra, 2009 (não publicada).
Marques, Elda
2015 "As recentes alterações ao regime das acções preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro", *DSR*, ano 7, Vol. 13, pp. 219-246.
Marques, Mafalda Gouveia & Freire, Mário
1998 "A Informação no Mercado de Capitais", *Cadernos MVM*, n.º 3, pp. 111--123.
Matos, Inês Serrano de
2015 "*Debt Governance*: O papel do credor activista", *DSR*, Vol. 14, Coimbra: Almedina, pp. 161-198.
Monteiro, Jorge Sinde
1989 *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Colecção Teses, Coimbra: Almedina.
Nunes, António José Avelãs
2011 "Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo", *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LIV, pp. 1-163.
Oliveira, Ana Perestrelo
2009 "Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?", *RDS I*, pp. 95-133.
2015 *Manual de Corporate Finance*, Coimbra: Almedina.

Pastor, José Garrido
1994 "La Publicidad Financiera y Bancaria como Publicidad Informativa", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 56, pp. 925-966.
Pereira, José Nunes
2000 "O novo Código dos Valores Mobiliários e a protecção do investidor", *Cadernos MVM*, n.º 7, pp. 76-88.
Peres, Ana Catarina Mendonça
1999 "Responsabilidade do emitente pelo conteúdo do prospecto", *Cadernos MVM,* n.º 5, pp. 53-95.
Pina, Carlos Costa
1999 *Dever de Informação e responsabilidade por Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999.
2003 "Publicidade, Promoção e Prospecção nos Serviços Financeiros", *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 249-307.
Quelhas, José Manuel
2012 *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, Colecção Teses, Almedina: Coimbra.
2013 "Nótulas sobre a reforma do sector bancário da União Europeia após a crise financeira de 2007", Separata do *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LVI, pp. 473-549.
Rodrigues, Sofia Nascimento
2001a *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2001.
2001b "Publicidade relativa a valores mobiliários", *Cadernos MVM*, n.º 11, pp. 1-37.
Santos, Gonçalo Castilho
2008 "Recomendações de investimento em valores mobiliários e conflito de interesses", *Direito dos Valores Mobiliários,* Vol. VIII, pp. 337-356.
Santos, Hugo Moredo & Guiné, Orlando Vogler
2015 "Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações", *DSR*, ano 7, Vol. 13, pp. 183-217.
Silva, Francisco Pinto da
2014 "A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade", *DSR*, ano 6, Vol. 12, pp. 231-265.
Silva, Manuel Botelho
1998 "Dos critérios de aferição de insuficiência de informação numa oferta pública de subscrição de valores mobiliários fundadora de responsabilidade civil pelo prospecto", *Cadernos MVM,* n.º 3, pp. 161-199.

Silva, Paula Costa
2003 "Ofertas públicas e alteração das circunstâncias", *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 127-146.
2005 *Direito dos Valores Mobiliários (Relatório)*, Lisboa: Coimbra Editora.
Teixeira, Maria João Sampaio
1993 "Como tem Evoluído o Marcado do Papel Comercial em Portugal", *Revista da Banca*, n.º 25, pp. 5-33.
Vale, Alexandre Lucena e
1998 "Estudo sobre o Regime das Ofertas Públicas de Distribuição consagrado no Novo Código dos Valores Mobiliários", *in*: *Revista da Banca*, pp. 19-78.
Vasconcelos, Luís Miguel Pestana de
2011 "Dos contratos de depósito bancário", *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto/ Revista Electrónica de Direito*, pp. 141-178.