

Manuel José Alves de Sá Martins

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

PORTO

2011

Universidade Católica Portuguesa

Escola de Direito do Porto

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

POR

Manuel Sá Martins

Dissertação orientada pela Prof. Doutora Maria de Fátima Ribeiro
para a obtenção do grau de Mestre em Direito e Gestão

PORTO

2011

*Aos meus queridos avós,
pela memória que o tempo não apaga.*

Agradecimentos

Uma palavra de agradecimento é devida, antes de mais, aos meus pais, pelo alento com que labutaram pelos alicerces do meu futuro.

Dedico um especial “*obrigado*” à minha orientadora, Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro, pelo estímulo, exigência e disponibilidade permanentes com que me acompanhou nesta odisséia e pelas suas oportunas impressões, que marcaram a feitura desta obra.

Não posso deixar de agradecer também ao Professor Doutor Manuel Carneiro da Frada, pela gentileza com que me recebeu e pela mestria com que desvendou horizontes de investigação.

Estendo um agradecimento sentido ao meu irmão Frederico e à minha prima Marília, pela preciosa ajuda que prestaram na revisão deste trabalho.

Evoco ainda a *alma mater*, Universidade Católica Portuguesa, pelo fermento que transcende a aprendizagem e as Universidades do Porto e de Santiago de Compostela, pelo coração aberto com que acolheram a minha estada.

Por fim, estou grato a todos os demais que estiveram comigo neste percurso. Os meus amigos foram sempre um porto seguro, onde pude ancorar.

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

THOMAS L. FRIEDMAN

Índice

Índice	5
Siglas e Abreviaturas	6
Introdução	8
A Notação de Risco de Crédito.....	9
O Valor Informativo dos <i>Ratings</i>	11
O Papel dos <i>Ratings</i> nos Mercados Financeiros.....	12
Premência da Tutela Ressarcitória.....	15
Da Reparação do Dano Económico	18
Responsabilidade por Informações	23
Da Proibição do Abuso de Direito	25
Uma “Terceira Via” de Responsabilidade Civil.....	28
Conclusão.....	34
Bibliografia	36

Siglas e Abreviaturas

AAFDL – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

art. – artigo

BBC – British Broadcasting Corporation

Bepress – *Berkeley Electronic Press*

BFDUC – Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

BGB – Bürgerliches Gesetzbuch

BMJ – Boletim do Ministério da Justiça

Cad.MVM – Caderno do Mercado de Valores Mobiliários

CBLR – Columbia Business Law Review

CCiv – Código Civil

CESR – Committee of European Securities Regulators

Cf. – Confronte com

CJ – Colectânea de Jurisprudência

CLR – Columbia Law Review

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores

CodMVM – Código do Mercado dos Valores Mobiliários

CRA – Credit Rating Agency

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DJ – Direito e Justiça

DL – Decreto-Lei

ECAI – External Credit Assessment Institution

ECMI – European Capital Markets Institute

ed. – edição

EJCL – Electronic Journal of Comparative Law

EUA – Estados Unidos da América

Fla. St. U. L. Rev. – Florida State University Law Review

i. e. – isto é

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

JBR – Journal of Banking Regulation

JIBLR – Journal of International Banking Law and Regulation

Loc. Cit. – lugar citado
Minn. L. Rev. – *Minnesota Law Review*
N.º – Número
NRSRO – National Recognized Statistical Rating Organization
ob. cit. – obra citada
OD – *O Direito*
p. – página
Proc. – Processo
RDBB – *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*
RDE – *Revista de Direito e Economia*
RDS – *Revista de Direito das Sociedades*
reimp. – reimpressão
RFDUP – *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*
RIDC – *Revue Internationale de Droit Comparé*
RIW – *Recht der Internationalen Wirtschaft*
RLJ – *Revista de Legislação e de Jurisprudência*
ROA – *Revista da Ordem dos Advogados*
SEC – U.S. Securities and Exchange Commission
ss. – seguintes
SSRN – *Social Science Research Network*
STJ – Supremo Tribunal de Justiça
TRC – Tribunal da Relação de Coimbra
TRL – Tribunal da Relação de Lisboa
U. Ill. L. Rev – *University of Illinois Law Review*
U. Pitt. L. Rev – *University of Pittsburgh Law Review*
UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development
Va. L. & Bus. Rev. – *Virginia Law & Business Review*
Vol. – Volume
Wash. U. L. Q. – *Washington University Law Quarterly*
Wm. & Mary Bus. L. Rev. – *William & Mary Business Law Review*
ZHR – *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrech*

Introdução

A crise económico-financeira mundial que ainda hoje atravessamos veio colocar a atuação das sociedades de notação de risco¹ no proscénio mediático e na vanguarda do debate político, avolumando-se as dúvidas quanto à probidade destas entidades e as críticas à sua influência na regulação financeira².

Por conseguinte, têm vindo a ser empreendidas iniciativas destinadas a promover a concorrência e transparência no mercado de *ratings*, a minorar os conflitos de interesse entretanto assinalados e a reduzir a dependência dos mercados face a essas avaliações.

Concomitantemente, tem vindo a ser debatida a instituição de mecanismos que permitam assegurar a tutela ressarcitória dos investidores, quando estes sofram prejuízos resultantes de condutas dolosas ou grosseiramente negligentes por parte das sociedades de notação de risco³.

Neste contexto, a presente Dissertação visa introduzir, primordialmente numa perspetiva de *lege lata* ao nível do direito nacional, algumas notas de reflexão sobre esta última questão. O nosso percurso, conforme veremos, passará mormente pelas questões da tutela delitual do dano económico e da responsabilidade civil por informações e pelos institutos da *culpa in contrahendo* e da proteção da confiança legítima.

Feita a nota introdutória, cabe agora iniciar o nosso trajecto.

¹ Doravante serão empregues, a par desta designação, as expressões *agências de rating* ou CRA.

² Existe abundante bibliografia sobre o papel das agências de *rating* na crise financeira internacional. Não podendo analisar aqui este copioso tema, ficam algumas sugestões de leitura: IOSCO – *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets. Final Report*, maio de 2008; FINANCIAL STABILITY FORUM – *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, abril de 2008; THE DE LAROSIÈRE GROUP – *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, fevereiro de 2009 e FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION – *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, janeiro de 2011. Note-se ainda que a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento afirmou que à luz do “*comportamento irresponsável*” das agências, as autoridades nacionais e a opinião pública não deveriam voltar a confiar nelas: cf. UNCTAD – *Trade and Development Report 2011: Post-Crisis Policy Challenges in the World Economy*, setembro de 2011, *Press Information* de 06/09/2011.

³ Parece haver mesmo um apoio generalizado, com a exceção das próprias agências de *rating*, à noção de que deveria ser possível a interposição, pelo menos nos casos mais graves, de ações de responsabilidade civil por parte dos investidores. Assim, cf. COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment. Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, Bruxelas, 2011, p. 46.

A Notação de Risco de Crédito

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

Importa, pois, referir que a notação de risco de crédito consiste na avaliação padronizada, emitida por uma entidade independente (agência de *rating*), da capacidade de um emitente⁴ de valores mobiliários representativos de dívida⁵ para satisfazer as suas obrigações futuras, na respetiva data de vencimento (*issuer rating*) ou do risco de não recebimento atempado do capital e respetivos juros associado a um instrumento de dívida (*issue rating* ou *debt rating*)⁶. Tratar-se-á, portanto, de uma informação acerca do risco de incumprimento de obrigações assumidas⁷.

Metodologicamente⁸, a análise de risco implica a recolha de uma panóplia de informações, de natureza quantitativa ou qualitativa, pública ou confidencial, provenientes do emitente e de fontes exógenas, cuja seleção e tratamento segue critérios específicos⁹.

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

⁵ Sejam eles simples (ex.: obrigações) ou estruturados (ex.: obrigações hipotecárias). Sobre esta questão, vd. HUGO MOREDO SANTOS – «A notação de risco e os conflitos de interesses», *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro. Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra: Almedina, 2010, p. 471-563, p. 486 ss.

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

⁷ CLEMENTINA SCARONI – «La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori», *Contratto e Impresa*. N.º 3, CEDAM, 2011, p. 764-832, p. 767, refere que «Il rating è un giudizio o un'opinione che, come tale, non può essere confuso con i giudizi espressi dalle società di revisione dei conti (cd. audit) né con una certificazione contabile. Inoltre, il rating non è un 'investment advice' (consiglio all'investimento)». Para uma distinção entre conselhos, recomendações e informações, vd. SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 1989, p. 14 ss.

⁸ Explicações mais pormenorizadas podem ser consultadas nos sítios das agências. Ex.: www.moody.com; www.fitchratings.com e www.standardandpoors.com.

⁹ Vd. GAETANO PRESTI – «Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione», *Jus: rivista di scienze giuridiche*, Vol. 56, N.º 1, 2009, p. 65-105, p. 78.

Na avaliação de obrigações, derivados de crédito e produtos estruturados¹⁰, as agências utilizam escalas que oscilam entre classificações de risco mais reduzido (*investment grade*) e mais elevado (*non-investment grade*, *speculative grade* ou *junk*), podendo exprimir uma tendência (*outlook*) positiva, negativa ou estável. As CRA procuram, desta forma, transformar informação complexa em classificações padronizadas, mais facilmente interpretáveis pelos investidores nos mercados financeiros¹¹.

Pode ser operada uma distinção entre *solicited ratings* e *unsolicited ratings*¹². No primeiro caso, o emitente contrata os serviços de uma agência antes de realizar a emissão, com o intuito de obter uma classificação a ser divulgada junto dos eventuais investidores¹³. No segundo caso, os *ratings* são recolhidos por livre iniciativa da sociedade de notação de risco ou de acordo com instruções de terceiros.

Note-se que, apesar de existirem múltiplas agências de *rating* no mundo¹⁴, o mercado de notação de risco de crédito é fortemente concentrado¹⁵, sendo entendido por muitos como um verdadeiro oligopólio natural¹⁶. Com alguma propriedade, alguns autores falam até em duopólio, atentas as diferenças substanciais entre a Moody's Investors Service e a Standard & Poor's, por um lado, e a Fitch Ratings, por outro¹⁷.

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

¹¹ Neste sentido, *vd.* BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION – «Credit ratings and complementary sources of credit quality information», agosto de 2000, p. 12.

¹² *Vd.* UWE BLAUROCK – «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies», *EJCL*, Vol. 11, N.º 3, 2007, p. 3 ss. Consultem-se os critérios de distinção em CESR – *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, março de 2005, p. 19 ss., e atente-se num dado interessante: conforme demonstram PAOLO FULGHIERI/GÜNTER STROBL & HAN XIA – *The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings*, 2010 (*in SSRN*), os *ratings* não solicitados atribuem geralmente piores classificações do que os solicitados.

¹³ Note-se que existem diferentes tipos de agências de *rating*, de acordo com a sua fonte de receitas. Há agências, como a Egan-Jones Ratings Co. e a A. M. Best que optam por prestar os seus serviços diretamente a investidores institucionais, numa base contratual (modelo *investor-pays*), mas as comumente designadas *Big Three* (Moody's, Standard & Poors e Fitch Ratings) obtêm o grosso das suas receitas através de *ratings* solicitados pelos emitentes (modelo *issuer-pays*). Como as três CRA mais expressivas dominam hoje mais de 90% do mercado, a nossa abordagem centra-se nesta vertente. Para uma análise dos vários modelos, *vd.* COMISSÃO EUROPEIA – *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, novembro de 2010, p. 26 ss.

¹⁴ Cf. lista existente em http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm.

¹⁵ *Vd.* IVES CHAPUT – «Contrôle et Responsabilité de la notation financière: les agences de rating en droit français», *RIDC*, Ano 58, N.º 2, 2006, p. 493-502, p. 496.

¹⁶ *Vd.* HUGO MOREDO SANTOS – *ob. cit.*, p. 496 ss.

¹⁷ Cf. COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment – Commission Staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit*

O Valor Informativo dos *Ratings*

Uma vez que a emissão de *ratings* envolve a transformação e o fornecimento de informação aos investidores, essa atividade está em condições de promover a tomada de decisões esclarecidas e fomentar a eficiência¹⁸, liquidez¹⁹, estabilidade²⁰ e equidade²¹ dos mercados.

Embora a informação proveniente das notações de risco seja empregue por numerosas entidades²², a sua utilidade é particularmente sentida junto dos pequenos aforradores. De facto, como estes são menos sofisticados e possuem menos recursos do que os grandes investidores institucionais²³, eles dependem quase inteiramente da fiabilidade dos *ratings* para conseguir *separar o joio do trigo* nas emissões de dívida²⁴.

Ademais, dado o atual contexto de crescente sofisticação financeira, em que a complexidade de muitos produtos financeiros obsta à capacidade da maioria dos investidores para estimar o seu risco, veio acentuar-se a importância dos relatórios de notação enquanto fonte de informação²⁵. Tal ocorrência leva a que a opinião das CRA tenha pesadas repercussões nas decisões de investimento²⁶.

Rating Agencies, Bruxelas, 2008, p. 9, onde se refere que, conjuntamente, Moody's e S&P detêm mais de 80% do mercado mundial de *ratings*, enquanto que a quota da Fitch ascende a 14%.

¹⁸ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – «A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários», *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, p. 333-347, p. 334 ss., refere que a informação permite a canalização das poupanças dos investidores para quem melhor as aproveita e remunera (eficiência alocativa), reduzindo ainda os custos de transação e de monitorização (eficiência operacional).

¹⁹ A confiança gerada quando há informação de qualidade disponível possibilita o incremento do número de investidores e de transações (profundidade do mercado), reduzindo o risco de liquidez.

²⁰ A existência de informação pública de qualidade e fornecida de modo regular permite prevenir a ocorrência de atividades especulativas, fenómenos de *insider trading* e desequilíbrios na formação de preços. Assim, *vd.* PAULO CÂMARA – «Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários», *Cad.MVM*, N.º 2, 1998, p. 81-92, p. 86 ss.

²¹ Na negociação de produtos financeiros, surgem assimetrias de informação entre prestadores e consumidores, sobretudo no caso de investidores não qualificados. Por isso, o legislador tratou de impor deveres de informação a diversas entidades. Não se trata aqui de proteger de modo paternalista os investidores, mas antes, como diz CARLOS COSTA PINA – *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, p. 29, “*de tutelar o mercado como instrumento de satisfação do interesse geral e, concomitantemente, dos interesses dos agentes que nele actuam*”. Assim também SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES – *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2001, p. 39 ss.

²² Cf. IOSCO – *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, setembro de 2003, p. 6 ss.

²³ Sobre as especificidades do valor dos *ratings* para investidores institucionais, *vd.* AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS – *La notation en matière de titrisation*, janeiro de 2006, p. 21.

²⁴ *Vd.* CESR – *The role of credit rating agencies in structured finance*, fevereiro de 2008, p. 8 ss.

²⁵ *Vd.* DAVID J. REISS – «Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market», *Fla. St. U. L. Rev.*, N.º 985, Vol. 33, 2005-2006, p. 985-1065, p. 992 ss. A crescente sofisticação surge associada à utilização de derivados de crédito e à titularização

Um conjunto de circunstâncias, nas quais se incluem as *supra* referidas, revestiu as CRA de prerrogativas de confiança nos mercados financeiros²⁷. As agências são por isso incluídas no rol dos *terceiros de confiança*²⁸ ou *gatekeepers*²⁹ dos mercados, *i. e.*, dos profissionais independentes que empenham a sua reputação na verificação ou certificação de informação essencial para os investidores. Em face do exposto, as agências de *rating* desempenham um papel vital no mercado de valores mobiliários³⁰. Também por isso, o legislador português, ao determinar a necessidade de haver informação “*completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita*”³¹ no art. 7.º do CVM, estendeu esta exigência aos relatórios de notação de risco.

O Papel dos *Ratings* nos Mercados Financeiros

No ponto anterior, analisámos o valor informativo das notações de risco de crédito para os investidores em valores mobiliários. Todavia, esta análise ficaria incompleta sem assinalar a heterogeneidade dos elementos que confluíram para atribuir às agências de *rating* uma influência preponderante nos mercados financeiros.

de ativos, com uma torrencial demanda por instrumentos de dívida (ABSs; MBSs; CDOs, etc.), cuja complexidade técnica dificulta a sua compreensão, mesmo por investidores qualificados. *Vd.*, ainda sobre esta questão, LOIS R. LUPICA – «Credit Rating Agencies, Structured Securities, and the Way Out of the Abyss», *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28, 2008 (*in SSRN*).

²⁶ Sobre o problema da confiança excessiva dos investidores nos *ratings*, cf. IOSCO – *The Role of Credit Rating Agencies...* ob. cit., p. 10 ss.

²⁷ Como refere CALVÃO DA SILVA – *Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2005, p. 97, “a valoração do mérito do crédito ou notação de risco (...) se feita por agências de *rating* com grande credibilidade e aceitação no mercado (...) aparece qual pedra angular aos olhos dos investidores”.

²⁸ Segundo MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – «Las agencias de *rating* como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», *RDBB*, N.º 120, Valladolid, 2010, p. 141-177, p. 146 ss., “*El recurso a los terceros de confianza es especialmente intenso cuando el coste de recopilar, procesar y verificar la información necesaria es excesivo o simplemente inasumible*”.

²⁹ Quanto a este termo, *vd.* FERREIRA GOMES – «Responsabilidade Civil dos Auditores», *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2008, p. 343-425, p. 400 ss.; JOHN C. COFFEE – *Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers, Stupid*, 2002 (*in SSRN*), p. 5 e ANDREW TUCH – «Multiple Gatekeepers», *Va. L. Rev.*, Vol. 96, 2010, p. 1583-1672.

³⁰ O antigo CodMVM era particularmente claro quando referia que “as sociedade de *rating* podem constituir instrumentos poderosos de racionalização, dinamização e expansão do mercado e auxiliares valiosíssimos de apoio aos investidores nas suas decisões de investimento e às entidades emittentes na colocação das suas emissões, ou precisamente o contrário”.

³¹ Sobre estas exigências, *vd.* CARLOS COSTA PINA – ob. cit., p. 39 ss.

Desde logo, um conjunto de fatores permite que os efeitos nocivos de um *rating downgrade* sejam fortemente alavancados. Por exemplo, em resultado do fenómeno da globalização, as entidades financeiras de todo o mundo estão hoje expostas, direta ou indiretamente, como peças de dominó, à dívida de países e empresas com problemas de solvabilidade ou liquidez³². Neste contexto, a influência das CRA assume contornos sistémicos, já que as suas avaliações conseguem gerar instabilidade financeira em vários países e mercados³³. Deve ainda ser salientado neste ponto o uso extensivo de “*ratings triggers*” contratuais³⁴, cujas consequências nefastas ficaram sobejamente demonstradas nos casos *Enron* e *American International Group*³⁵.

Dotada de particular relevância é a existência, nos vários ordenamentos jurídicos, de normas que conferem competências de supervisão e certificação às agências de *rating*, de tal forma que as classificações deixaram de ter apenas efeitos *inter privatos* e passaram a integrar critérios e requisitos legais e regulativos³⁶. Esta tendência floresceu a partir da década de 70, nos EUA, onde o vago conceito de *National Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)* surgiu para designar as agências cujas avaliações disfrutavam da confiança do regulador³⁷. Entretanto, outros estados acolheram esta orientação³⁸, sendo de

³² Cf. a este propósito a peça da BBC – *Eurozone debt web: who owes what to whom?*, disponível in <http://www.bbc.co.uk/news/business-15748696>.

³³ Veja-se RABAH AREZKI / BERTRAND CANDELON & AMADOU N. R. SY – *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, março de 2011, p. 21.

³⁴ Sobre estas cláusulas, vd. HERWIG LANGOHR & PATRICIA LANGOHR – *The rating agencies and their credit ratings. What they are, how they work and why they are relevant*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2008, p. 107 ss.: “*These triggers are contractual provisions that give counterparties and lenders the right to terminate the credit availability, accelerate credit obligations, or have the borrower post collateral, in the event of specified rating actions, such as if the rating of the borrower’s fixed-income securities falls below a certain level*”.

³⁵ Vd. DENIZ COSKUN – «Supervision of Credit Rating Agencies: The Role of Credit Rating Agencies in Finance Decisions», *JIBLR*, Vol. 24, N.º 5, 2009, p. 252-261. Estes casos, ao permitirem a comprovação empírica do efeito dos *triggers* na volatilidade dos mercados, levaram alguns autores a colocar em causa a admissibilidade e a transparência dessas cláusulas: cf. MATTHIAS HABERSACK – «Rechtsfragen des Emittenten-Ratings», *ZHR*, N.º 169, 2005, 185-211, p. 188 ss.

³⁶ Vd. MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – ob. cit., p. 156 ss.

³⁷ Em 1975, a SEC utilizou, pela primeira vez, o termo *NRSROs* para se referir às sociedades cujos *ratings* poderiam ser utilizados na implementação dos requisitos de capital para *broker-dealers*, nos termos da *Rule 15c3-1 do Securities and Exchange Act* de 1934. Sobre o tema, vd. DENIZ COSKUN – «Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept», *JBR*, Vol. 9 (4), 2008, p. 264-283. A designação é atualmente conferida a nove empresas (além das *Big Three*, detêm o estatuto de *NRSRO* a *Dominion Bond Rating Service*; a *A.M. Best Company*; a *Egan-Jones Rating Company*; a *Japan Credit Rating Agency*; a *Kroll Bond Rating Agency* e a *Morningstar, Inc*).

³⁸ Com exemplos, vd. YVES CHAPUT – ob. cit., p. 499; UWE BLAUROCK – ob. cit., p. 9 e CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 775.

recordar, designadamente, a referência a *External Credit Assessment Institutions (ECAIs)* nos regimes legais de exigências mínimas de capital para instituições de crédito³⁹.

Em Portugal, encontramos referências às notações de risco em vários diplomas⁴⁰, podendo destacar-se os arts. 12.º, n.º 3 e 27.º, n.ºs 3 e 4 do DL 453/99 (regime legal da atividade de titularização de créditos); 11.º, c) do DL 60/2002 (fundos de investimento imobiliário); 34.º, n.º 6, d) do DL 252/2003 (organismos de investimento coletivo); 4.º, n.º 1, b) do DL 69/2004 (disciplina jurídica do papel comercial); 17.º, n.º 1, 18.º, n.ºs 2 e 20, n.º 2 do DL 59/2006 (obrigações hipotecárias e sobre o setor público), etc. O próprio CSC, no art. 349.º, começa por determinar que as sociedades anónimas não podem emitir obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios, estabelecendo, todavia, no seu n.º 4 que “*O limite fixado nos números anteriores não se aplica: (...) b) A sociedades que apresentem notação de risco da emissão atribuída por sociedade de notação de risco registada na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*”.

A atribuição de relevância *ex lege* às classificações das sociedades de notação de risco insere-se numa tendência de regulação privada dos mercados financeiros⁴¹, assente no reconhecimento de que, em certas áreas de grande complexidade técnica, o estado tem necessidade de transferir funções de controlo, regulação e certificação para privados que detenham os conhecimentos técnicos de fronteira⁴². Esta opção mereceu, contudo, a crítica de diversos autores, uma vez que, além de ter distorcido o funcionamento do mercado em benefício das CRA incumbentes⁴³, ela efetivamente permitiu que as agências de notação

³⁹ Sobre a incorporação dos *ratings* no quadro de Basileia II e nas diretivas comunitárias 2006/48/CE (cf. art. 81.º e Parte 2 do Anexo VI) e 2006/49/CE, de 14 de junho de 2006, *vd.* IGNACIO MORALEJO MENÉNDEZ – «La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los Mercados Financieros. Las NRSRO», *RDBB*, N.º 119, Ano XXIX, 2010, p. 53-108.

⁴⁰ *Vd.* HUGO MOREDO SANTOS – *ob. cit.*, p. 488 ss.

⁴¹ Diz-nos IGNACIO MORALEJO MENÉNDEZ – *ob. cit.*, p. 58, que “*La incorporación de las agencias de calificación de créditos al sistema regulador de las emisiones de deuda ha supuesto, en realidad, una parcial traslación de la labor supervisora de los mercados de instituciones públicas a instituciones privadas, una especie de externalización, outsourcing, de esta función*”.

⁴² *Vd.* LUÍS GUILHERME CATARINO – *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros. Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010, p. 300 ss.

⁴³ Segundo JONATHAN R. MACEY – «The Politicization of American Corporate Governance», *Va. L. & Bus. Rev.*, N.º 1, 2006, p. 10-54, p. 23 ss., “*the best explanation for the puzzle that credit rating agencies simultaneously enjoy great success while providing no information of value to the investing public is that the SEC inadvertently created an artificial regulatory demand for the services of a small number of favored ratings agencies when it misguidedly invented the NRSRO designation*”. Assim também RAMIRO LOSADA LÓPEZ – *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Monografía N.º 34, CNMV, 2009, p. 42 ss.

centrassem a sua actividade não na produção de informação de qualidade para os investidores, mas na venda de *licenças* aos emitentes⁴⁴.

Premência da Tutela Ressarcitória

Durante muito tempo, a indústria de *ratings* alicerçou-se em princípios de autorregulação⁴⁵, perante uma crença quase generalizada na suficiência do efeito disciplinador da *reputational capital view*⁴⁶. Paralelamente, registava-se alguma hostilidade legislativa⁴⁷ e jurisprudencial⁴⁸ para com as pretensões indemnizatórias intentadas por investidores contra as sociedades de notação de risco, o que inviabilizou boa parte das ações judiciais que foram sendo intentadas.

Foi sobretudo na sequência da crise financeira de 2008 que se multiplicaram, em ambos os lados do Atlântico, as vozes críticas em prol de um sistema de maior regulação e supervisão pública sobre as CRA⁴⁹ e um novo paradigma veio a incorporar-se em diplomas

⁴⁴ Como refere FRANK PARTNOY – «The Siskel and Ebert of Financial Markets? two thumbs down for the Credit Rating Agencies», *Wash. U. L. Q.*, Vol. 77, N.º 3, 1999, p. 619-714, p. 713, “*the credit rating agencies have thrived, profited, and become exceedingly powerful because they have begun selling regulatory licenses, i.e., the right to be in compliance with regulation*”. No mesmo sentido, EMILY EKINS/MARK A. CALABRIA & CALEB O. BROWN – *Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies*, 2011 (in SSRN), p. 26.

⁴⁵ Vd. PAVLOS MARIS – *The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead*, 2009 (in SSRN), p. 4 ss.

⁴⁶ Segundo a qual o objetivo de manter a reputação no mercado e a confiança dos investidores, dos quais depende o negócio das sociedades de notação de risco, seria suficiente para disciplinar a sua conduta. Sobre este conceito e as suas insuficiências neste caso concreto, vd. JOHN PATRICK HUNT – «Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement», *CBLR*, N.º 1, 2009 (in Bepress), p. 15 ss.

⁴⁷ Veja-se, nos EUA, a *SEC Rule 436(g)(1)*, que isentava as NRSRO do regime de responsabilidade civil previsto na *Section 11* do *Securities Act* de 1933 e que apenas foi revogada, na sequência da crise financeira internacional, pela *Section 939G* do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 21 de julho de 2010.

⁴⁸ Historicamente, nos Estados Unidos, os tribunais têm entendido que, na ausência de condutas dolosas (“*actual malice*”), as agências de notação podem invocar a proteção da *First Amendment*, com o argumento de que os *ratings* são opiniões sobre questões de interesse público. Nesse sentido, vd. por todos os casos, *Jefferson County School District v. Moody’s Investor’s Services, Inc.*, 175 F.3d 848, 855–56 (10th Cir. 1999) e *Compuware Corporation v. Moody’s Investors Services, Inc.*, 499 F. 3d 520 (2007). Sobre a evolução da jurisprudência estadunidense, vd. THERESA NAGY – «Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation», *Minn. L. Rev.*, Vol 94, 2009, p. 140-167 e CALEB M. DEATS – «Talk that isn’t cheap: does the first amendment protect credit rating agencies’ faulty methodologies from regulation?», *CLR*, Vol. 110, 2010, p. 1818-1864.

⁴⁹ Vd., por exemplo, FRANK PARTNOY – *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, 2009 (in SSRN); STÉPHANIE ROUSSEAU – *Regulating Credit Rating*

como o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 21 de julho de 2010 e o Regulamento 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro, *relativo às agências de notação de risco* [revisto pelo Regulamento (UE) N.º 513/2011, de 11 de maio de 2011]⁵⁰.

Ora, a par de iniciativas de índole regulatória ou de supervisão, tem-se vindo a considerar que o disciplinamento da atividade das CRA pode ser mais bem conseguido através de uma efetivação de responsabilidade civil perante os investidores⁵¹. Subscrevemos este entendimento, na medida em que, como já referiu o Professor HEINRICH HÖRSTER, “*a responsabilidade, ou melhor: a consciência de responder pelos actos que vierem a ser praticados por virtude da inclusão das suas consequências na livre decisão de agir, limita a liberdade do agente, no sentido de evitar voluntarismos (irresponsáveis) e abusos de poder*”⁵².

Note-se que a informação prestada pelas sociedades de notação de risco pode originar danos a quem a toma por fiável e nela baseia as suas decisões de investimento. Uma vez que a correção da informação é necessária ao adequado funcionamento dos mercados financeiros, o reconhecimento de situações de responsabilidade por comportamentos dolosos ou negligentes do informante surge então como “*factor*

Agencies after the Financial Crisis: the long and winding road toward accountability, 2009 (in SSRN) e SIEGFRIED UTZIG – *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, 2010 (in SSRN).

⁵⁰ Cf. PRICEWATERHOUSECOOPERS – *A Closer Look. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Impact on Credit Rating Agencies*, setembro de 2010 (in www.pwc.com); KAREL LANNOO – «What reforms for the credit rating industry? A European perspective», *ECMI Policy Brief*, N.º 17, 2010 e PRAGYAN DEB/MARK MANNING/GARETH MURPHY/ADRIAN PENALVER & ARON TOTH – *Whither the credit ratings industry? – Financial Stability Paper N.º 9* (Bank of England), 2011, p. 12 ss. Vendo com algum ceticismo o rumo adotado, CLAIRE HILL – «Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?», *U. Pitt. L. Rev.*, Vol. 71, 2010, p. 585-608, p. 602 ss.

⁵¹ Cf. COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment...*, 2011, ob. cit., p. 46 ss.; SISI ZHANG – *Legal Liability of U.S. Credit Rating Agencies under Section 11 of the Securities Act: the Long and Winding Road toward accountability*, tese de mestrado apresentada na Universidade de Toronto, 2010, p. 24 ss. e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores por Realização Defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco», *Cad.MVM*, N.º 36, 2010, p. 9-31, p. 9.

⁵² Vd. HEINRICH EWALD HÖRSTER – *A Parte Geral do Código Civil Português. Teoria Geral do Direito Civil*, reimp, Coimbra: Almedina, 2011, p. 70 e, sobre a relevância *ex ante* e *ex post* da responsabilidade civil, CARNEIRO DA FRADA – *Direito Civil. Responsabilidade Civil – O Método do Caso*, Coimbra: Almedina, 2006, p. 64 ss.

imprescindível da funcionalidade desses mercados e sectores, e adequado à sua especial sensibilidade”⁵³.

A Comissão Europeia apresentou recentemente uma Proposta de Regulamento e uma Proposta de Diretiva⁵⁴, tendo, entre outros objetivos, o intuito de conseguir um grau mínimo de harmonização entre os ordenamentos jurídicos dos estados-membros ao nível da responsabilidade civil das agências de notação. Dado o teor da iniciativa, torna-se expectável que nos anos vindouros assistamos ao surgimento de mecanismos específicos de responsabilidade no direito nacional⁵⁵.

Todavia, cremos ser útil aferir se não existirá já, no nosso regime *de iure constituto*, o suporte legal necessário para efetivar a tutela ressarcitória dos investidores. Afinal, a responsabilidade civil dos *gatekeepers* constitui um tema de viva atualidade na dogmática civilística, revestindo-se de inegável importância prática⁵⁶. E conforme veremos, o seu interesse reside, desde logo, no facto de se situar num ponto de convergência entre as modernas tendências de reflexão sobre responsabilidade civil⁵⁷, levantando condignas interrogações acerca da sua admissibilidade e pressupostos⁵⁸.

⁵³ Vd. IDEM – *Uma «Terceira Via» no Direito da Responsabilidade Civil?*, Coimbra: Almedina, 1997, p. 75.

⁵⁴ Para acompanhar o devir desta iniciativa da Comissão, podem ser consultados os documentos acessíveis em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

⁵⁵ Uma vez que a proposta pretende impulsionar a criação de soluções ao nível dos ordenamentos nacionais. Poderá vir a ser paradigmático o exemplo francês, visto que, na *Loi n.º 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière*, o art. 10.º veio consagrar para as CRA um mecanismo de “*responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l’égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n.º 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009*”.

⁵⁶ Afinal, o considerando 69 do Regulamento (CE) N.º 1060/2009 consagra expressamente que “*Sem prejuízo da aplicação das presentes disposições de direito comunitário, qualquer reivindicação apresentada contra agências de notação de risco por violação das disposições do presente regulamento deverá ser feita nos termos da legislação nacional aplicável em matéria de responsabilidade civil*”.

⁵⁷ Atente-se, em sede de direito comparado, nas reflexões de EDDY WYMEERSCH & MARC KRUTHOF – *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, 2006, (in SSRN), p. 18 ss; GERHARD WILDMOSER, K. JAN SCHIFFER & BERND LANGOTH – «*Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?*», *RIW*, (10), Vol. 55, 2009, p. 657-668; Hyeon TAK SHIN – *Legal Liabilities of Credit Rating Agencies in Structured Finance: Based upon the Business Ethics for Investor Protection*, Dissertação de Doutoramento apresentada na Berkeley School of Law, 2009, p. 48 ss.; PIET J. W. DUFFHUES & WIM WETERINGS – *The Quality of Credit Ratings and Liability: The Dutch View*, 2010 (in SSRN), p. 19 ss.; e CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 764, ss.

⁵⁸ Tenha-se em conta que o presente estudo não versa sobre conflitos de leis no espaço e de competência jurisdicional, que terão de ser resolvidos caso a caso e de acordo com o concreto fundamento invocado para a pretensão do investidor. Não se deixa de referir, contudo, a importância dessa questão, uma vez que, como referem GERHARD WILDMOSER, K. JAN SCHIFFER & BERND LANGOTH – ob. cit., p. 661, “*Das Ratinggeschäft ist ein internationales Geschäft, bei dem die Akteure (Ratingagentur, Emittent und Anleger) in aller Regel in verschiedenen Staaten ansässig sind. Es ist daher zunächst zu klären, vor welchem Gericht Schadenersatzansprüche gegen Ratingagenturen geltend zu machen und nach welcher Rechtsordnung*

Da Reparação do Dano Económico

Na medida em que a responsabilidade civil constitui um desvio ao princípio *casum sensit dominus*, carece de ser justificada a imposição a alguém da obrigação de indemnizar⁵⁹ e torna-se necessário encontrar para tal um título de imputação do dano⁶⁰. Ora, tendo por base o nosso direito positivo, constatamos que, no que respeita às sociedades de notação de risco, não existe uma norma específica onde assentar a sua responsabilidade civil⁶¹. Assim sendo, voltamo-nos para os termos gerais deste instituto.

Tem-se admitido, tradicionalmente, uma bipolarização entre modelos de responsabilidade civil delitual e obrigacional⁶². Afastando alguma imprecisão terminológica recorrente⁶³, dir-se-á que o primeiro assenta na violação de deveres genéricos de respeito, normas de proteção e *Tatbestände* (tipos) específicos⁶⁴, enquanto o segundo pressupõe o incumprimento de obrigações em sentido técnico, emergentes de contratos, negócios unilaterais ou da lei⁶⁵.

Como subjacente à nossa exposição está o modelo *issuer-pays*, torna-se patente que a relação entre CRA e investidor – diversamente da relação entre agência de notação e

etwaige Haftungsansprüche zu beurteilen sind”. Veja-se que, por isso mesmo, MAURO BUSSANI – *Credit Rating Agencies’ Accountability: Short Notes on a Global Issue*, 2011 (in SSRN), p. 12 ss. advoga a necessidade de um modelo descentralizado de jurisdição internacional para a responsabilidade civil das CRA.

⁵⁹ Vd. CARNEIRO DA FRADA – *Direito Civil. Responsabilidade Civil...* ob. cit., p. 60 ss. e HEINRICH EWALD HÖRSTER – «Esboço esquemático sobre a responsabilidade civil de acordo com as regras do Código Civil», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 323-338.

⁶⁰ Vd. CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 16.

⁶¹ De facto, embora o CVM contenha normas de responsabilidade civil atinentes à informação divulgada nos mercados (arts. 10.º, 121.º, 149.º ss., 243.º, 251.º), estes preceitos não incidem sobre as CRA.

⁶² Para uma diferenciação entre responsabilidade aquiliana e obrigacional *vd.*, por exemplo, GALVÃO TELLES – *Direito das Obrigações*, 7.ª ed. reimp., Coimbra: Coimbra Editora, 2010, p. 211 ss. e ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações*, 12.ª ed., Coimbra: Almedina, 2009, p. 539 ss. Note-se que, apesar da dicotomia aqui expressa, existe uma tendência unificadora da responsabilidade civil, que tem conhecido entre nós muitos adeptos. Por todos, *vd.* PESSOA JORGE – *Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil*, reimp, Coimbra: Almedina, 1999, p. 40 ss. e ROMANO MARTINEZ – *Cumprimento Defeituoso em Especial na Compra e Venda e na Empreitada*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2001, p. 232 ss. Em CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 828 ss., podemos encontrar uma exposição sobre as consequências da configuração da responsabilidade civil das CRA como contratual ou aquiliana, designadamente em termos de ónus da prova e prazos prescricionais.

⁶³ Vd. CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 21.

⁶⁴ Sobre esta modalidade, *vd.* por todos ANTUNES VARELA – *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 10.ª ed., Coimbra: Almedina, 2011, p. 525 ss.

⁶⁵ Sobre esta modalidade, *vd.* por todos BRANDÃO PROENÇA – *Lições de cumprimento e não cumprimento das obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 218 ss.

emitente⁶⁶ – não assume natureza obrigacional. Ora, dado que o contrato celebrado entre sociedade de notação e emitente não pretende atribuir qualquer direito a terceiros, nos termos dos arts. 443.º ss. do CCiv⁶⁷, de acordo com o princípio da relatividade previsto no art. 406.º, n.º 2 do CCiv, não se afigura à partida possível uma imputação de responsabilidade tendo por referência o contrato⁶⁸.

Impõe-se então analisar a viabilidade de uma solução delitual, nos termos do art. 483.º, n.º 1 do CCiv⁶⁹, o qual permite o ressarcimento de danos na ausência de relacionamentos específicos – *maxime*, contratos – entre os sujeitos. Neste âmbito, a par de outros pressupostos⁷⁰, a responsabilidade civil assenta numa de duas variantes de ilicitude⁷¹: a violação ilícita do “*direito de outrem*” (art. 483.º/1, 1.ª parte) ou de “*qualquer disposição legal destinada a proteger interesses alheios*” (art. 483.º/1, 2.ª parte).

⁶⁶ Sobre a responsabilidade civil das agências perante os emitentes, note-se que, embora os contratos disponibilizados pelas CRA contenham, invariavelmente, cláusulas de exclusão ou de limitação de responsabilidade, a sua operacionalidade não é irrestrita, conforme demonstra ANA PRATA – *Cláusulas de Exclusão e Limitação da Responsabilidade Contratual*, reimp., Coimbra: Almedina, 2005, p. 453 ss. Tratando-se de *unsolicited ratings*, atente-se numa possível construção assente no *direito à empresa*, como refere SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 206 ss., embora alguma doutrina entenda que essa figura representa uma sobrecarga dispensável na ordem jurídica portuguesa (por todos, *vd.* ADELAIDE MENEZES LEITÃO – *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2009, p. 569 ss.). Já uma responsabilização assente na ofensa ao crédito, nos termos do art. 484.º CCiv depara-se com a dificuldade distintiva entre factos e juízos de valor, como demonstra FILIPE ALBUQUERQUE MATOS – *Responsabilidade Civil por Ofensa ao Crédito ou ao Bom Nome*. Coleção Teses, Coimbra, Almedina, 2011, p. 263 ss.

⁶⁷ *Vd.* DELFIM VIDAL SANTOS – «As agências de notação de risco e a crise financeira planetária», *RDS (III)* N.º 1, 2011, p. 137-168, p. 159.

⁶⁸ Não estamos sequer perante uma daquelas situações em que alguma doutrina admite a “*eficácia externa*” da relação obrigacional. Sobre este tema altamente controverso, *vd.*, entre outros, VAZ SERRA – «Responsabilidade de terceiros no não-cumprimento de obrigações», *BMJ*, N.º 85, 1959, p. 345-360; SANTOS JÚNIOR – *Da responsabilidade civil de terceiro por lesão do direito de crédito*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2003; ALMEIDA COSTA – «A eficácia externa das obrigações. Entendimento da doutrina clássica», *RLJ*, Ano 135.º, 2006, p. 130-136; MENEZES CORDEIRO – «Eficácia externa dos créditos e abuso de direito», *OD*, Ano 141, I, 2009, p. 29-108; IDEM – «Eficácia externa: novas reflexões», *OD*, Ano 141, IV, 2009, p. 779-799 e LUÍS TERRINHA – «Da Responsabilidade Civil do Terceiro Interferente (Estudo de Direito Comparado sobre a interferência lesiva com uma relação contratual)», com versão sumária publicada in *JusJornal*, N.º 1308, 27 de setembro de 2011.

⁶⁹ Assim o entende na doutrina italiana CLEMENTINA SCARONI – ob. cit., p. 804 ss.: “*L’assenza di un legame contrattuale há portato larga parte della dottrina a configurare l’eventuale responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori come responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c.*”.

⁷⁰ *Vd.* PESSOA JORGE – ob. cit., p. 52 ss.; ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações...* ob. cit., p. 557 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo III, Coimbra: Almedina, 2010, p. 429 ss.

⁷¹ CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção», *Separata do BFDUC*, 1994, p. 132 ss. opta a este propósito por uma ótica de previsões de responsabilidade e não de modalidades de ilicitude. SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade Delitual. Da Ilicitude», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 453-481, desenvolve o tema partindo da distinção que consagramos no texto. A propósito da nossa cláusula geral limitada de ilicitude, *vd.* VAZ SERRA – «Requisitos da responsabilidade civil», *BMJ*, N.º 92, 1960, p.

A verificação da primeira das situações *supra* referidas corresponde à ofensa de um direito subjetivo em sentido material⁷². Não existindo naturalmente um direito subjetivo de realizar bons investimentos ou de obter *ratings* de qualidade⁷³, torna-se patente que os prejuízos sofridos por investidores resultantes de informações erróneas das CRA ocorrem sem prévia violação de um direito ou bem absolutamente protegido. Situam-se, pois, no campo do puro dano económico⁷⁴.

Ora, o art. 483.º não permite, com carácter de generalidade, a ressarcibilidade dos danos derivados da lesão de puros interesses patrimoniais em sede delitual⁷⁵. As lesões patrimoniais que não envolvam a ofensa de uma posição jurídica absolutamente protegida só darão, em regra, lugar a uma obrigação de indemnizar dentro de pressupostos relativamente estritos⁷⁶, que se movem no âmbito das normas de proteção referidas na segunda modalidade de ilicitude do art. 483.º, n.º 1⁷⁷. Tais pressupostos assentam no preenchimento cumulativo de três requisitos⁷⁸, que ora se enunciam:

37-136., p. 65 ss.; PINTO OLIVEIRA – «Sobre o conceito de ilicitude do art. 483.º do Código Civil», *Estudos em homenagem a Francisco José Velozo*, Braga: Universidade do Minho/Associação Jurídica de Braga, 2002, p. 521-544 e RITA AMARAL CABRAL – «A Tutela Delitual do Direito de Crédito», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora: Coimbra, 2001, p. 1025-1053 ss., p. 1030 ss.

⁷² A expressão “direito de outrem” constante do art. 483.º/1, 1.ª parte deve ser identificada com a de “direito subjetivo”, não se admitindo, nesta sede, a tutela de danos puramente patrimoniais (*pure economic loss*), como referem, p. ex., SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 182; ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 533 ss.; CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 174 ss.; e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I – *Introdução. Da Constituição das Obrigações*, 9.ª ed., Coimbra: Almedina, 2010, p. 301 ss. Sobre o conceito de direito subjetivo, vd. BAPTISTA MACHADO – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 88 ss.

⁷³ Neste sentido, vd. DELFIM VIDAL SANTOS – ob. cit., p. 159.

⁷⁴ Estaremos perante danos puramente económicos se existe uma perda económica ou patrimonial, sem que se verifique uma prévia lesão de direitos subjetivos absolutamente protegidos, como refere CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2004, p. 238 ss. Note-se que, como salienta MARIA PESTANA DE VASCONCELOS – «Algumas questões sobre a ressarcibilidade delitual de danos patrimoniais puros no ordenamento jurídico português», *Novas Tendências da Responsabilidade Civil*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 147-206, p. 149 ss., este conceito é distinto do de “dano patrimonial”, que surge em consequência da violação de um direito subjetivo. Também por isso, RITA AMARAL CABRAL – ob. cit., p. 1028 ss., nota 7, prescinde do adjetivo “patrimonial”, de influência alemã (“*reine oder primäre Vermögensschaden*”), em prol da expressão “dano económico”, proveniente da tradição anglo-saxónica (“*economic loss*”).

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

⁷⁶ Vd. em CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 242 ss. uma justificação para que se acolha com cautela a imputação de um dano puramente económico.

⁷⁷ São normas de proteção, como tem sido considerado pela doutrina, aquelas que, embora protejam interesses particulares, não conferem aos respetivos titulares um direito subjetivo e aquelas que, tendo

- (1) violação de determinada norma legal⁷⁹;
- (2) cuja finalidade inclua a tutela dos interesses particulares⁸⁰;
- (3) verificando-se um dano no círculo de interesses que a norma visa tutelar⁸¹.

Numa visão que nos parece acertada, alguns autores consideram as disposições constantes do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 como normas de proteção de investidores em face das agências de *rating*⁸², uma vez que tal parece resultar do reiterado objetivo de proteção dos investidores e dos consumidores que consta dos seus preceitos⁸³. É de

também ou até principalmente em vista a proteção de interesses coletivos, não deixam de atender aos interesses particulares subjacentes (de indivíduos, classes ou grupos de pessoas). Neste sentido, cf. ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 536. Segundo VAZ SERRA – «Requisitos da responsabilidade civil», *BMJ*, N.º 92, 1960, p. 37-136., p. 72 ss., “*Tais disposições de protecção são: as disposições penais destinadas à protecção de interesses individuais; as disposições de direito privado destinadas à protecção contra as violações dos interesses; as disposições destinadas a proteger a colectividade, a pluralidade dos indivíduos, o público, mas tendo em vista também a protecção dos particulares pertencentes a este público*” (mas, neste último caso, não estamos perante normas de proteção se os interesses dos particulares forem apenas reflexa ou mediatamente protegidos, como refere PESSOA JORGE – ob. cit., p. 302 ss.). VAZ SERRA – ob. cit., p. 75 denota ainda que, embora a obrigação de indemnizar pareça dever depender de culpa, “*a culpa seria necessária apenas para a violação da lei de protecção como tal, não para os danos daí resultantes*”. Dado que inexistente entre nós um direito absoluto à integridade do património, esta segunda modalidade de ilicitude assume especial relevância na reparação de danos puramente patrimoniais, como salienta SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 237. Para mais desenvolvimentos, *vd.* ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 617 ss.

⁷⁸ *Vd.* ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 539 ss. e PESSOA JORGE – ob. cit., p. 40 ss., p. 302 ss. Na literatura estrangeira, cf. CLAUS-WILHELM CANARIS – «Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten», *Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag*, Munique: Beck, 1983, p. 27-110, p. 45 ss.

⁷⁹ Para SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 246 ss., uma norma de proteção deve, pelo menos, resultar de uma lei em sentido material que proíba um comportamento (ação ou omissão). CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 41 afirma que as normas de proteção devem ser disposições genéricas, provindas dos órgãos estaduais competentes, não precisando de ser leis em sentido formal. Já ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 753 ss., considera que as normas de proteção restritivas de direitos fundamentais devem inserir-se no conceito formal de lei. A mesma autora afirma que não só as normas proibitivas, mas também as impositivas podem constituir disposições de proteção. Também neste sentido, *vd.* MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo III, Coimbra: Almedina, 2010, p. 451 ss.

⁸⁰ *Vd.* ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 629 ss. (“*não é exigível que a protecção individual seja o único escopo da norma*”). Conforme salienta MENEZES CORDEIRO – *Direito das Obrigações*, 2.º Vol., reimp., Lisboa: AAFDL, 1994, p. 344 ss., importa aferir se na norma existe uma intenção de proporcionar uma tutela ao indivíduo, quer em si mesmo, quer inserido na coletividade e independentemente de visar cumulativamente a tutela desta.

⁸¹ Exclui-se a indemnização relativamente a outros danos, ainda que provocados pelo desrespeito da norma, como refere MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... ob. cit., p. 306 ss.

⁸² Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores...» ob. cit., p. 27. Note-se que, à semelhança de ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 365 ss., pensamos que as normas de proteção devem poder exorbitar o domínio penal, divergindo da interpretação mais restritiva de SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 256.

⁸³ Recordando o que já se referiu a propósito do Considerando 69 deste Regulamento, veja-se ainda que, segundo o Considerando 7, o principal objetivo do diploma “*é proteger a estabilidade dos mercados financeiros e os investidores*” e que o objeto das suas disposições inclui (cf. art. 1.º) a garantia de “*um elevado nível de protecção dos consumidores e dos investidores*”. Note-se que, conforme refere ADELAIDE MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 398 ss, as normas dos regulamentos comunitários, como gozam de

sublinhar que, se os objetivos principais associados à regulação do mercado de valores mobiliários são “a protecção dos investidores, a defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e a redução do risco sistémico”⁸⁴, então os interesses do investidor, concretamente considerado e/ou integrado na comunidade de aforradores, integram evidentemente a finalidade dessas disposições.

Tenha-se, aliás, em conta que o art. 31.º do CVM consagra que os interesses individuais homogéneos e os interesses coletivos dos investidores não qualificados podem ser objeto de ação popular, tendo em vista a indemnização dos lesados pela violação dos mesmos⁸⁵. Estes interesses – que representam uma pluralidade indeterminada de sujeitos (os investidores) – ao conjugarem o individual e o coletivo, “*pertencem a muitos, mas, por esta circunstância, não deixam de pertencer a pessoas singulares*”⁸⁶.

Neste contexto, somos favoráveis a uma tutela delitual dos danos económicos puros sofridos pelos investidores em consequência de informações falsas ou incompletas que hajam sido, dolosa ou negligentemente, lançadas para o mercado pelas CRA. Não se deixa de sublinhar que estas entidades gozam de especial confiança junto dos mercados, em função da sua aura de profissionalismo, independência e objetividade e da *auctoritas* que lhes foi sendo outorgada. Assim, não devem passar incólumes certas práticas que refletem, não os erros próprios da notação de risco, mas antes condutas culposas, que prejudicam os investidores e põem em causa o funcionamento dos mercados.

A justificação de índole pragmática mais recorrente para rejeitar a reparação dos prejuízos que afetem o património dos investidores em sede delitual relaciona-se com o

aplicabilidade directa, “*são susceptíveis de configurarem em abstracto normas de protecção, necessitando de uma avaliação em concreto sobre esse carácter de protecção*”.

⁸⁴ Cf. PAULO CÂMARA – «Regulação e Valores Mobiliários», *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 127-186, p. 129 ss. O mesmo autor destaca que o elenco de normas dirigidas à proteção dos investidores é extenso, cobrindo os deveres de informação previstos no CVM. A esse respeito, *vd.* ainda OLIVEIRA ASCENSÃO – «A protecção do investidor», *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, 2003, p. 13-40 (na p. 14: “*O Código dos Valores Mobiliários revela uma preocupação acentuada com a protecção do investidor*”) e INÊS SERRANO DE MATOS – *Os mecanismos de tutela colectiva dos investidores em sociedades anónimas cotadas na bolsa de valores. Da acção popular*, Dissertação de Mestrado apresentada na Escola de Direito do Porto da Universidade Católica Portuguesa, 2011 p. 39 ss.

⁸⁵ Cf. art. 52.º n.º 3 da CRP, comentado por GOMES CANOTILHO & VITAL MOREIRA – *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Vol. I, 4.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 696 ss. e a Lei n.º 83/95, de 31 de agosto (Lei de Acção Popular).

⁸⁶ *Vd.* TEIXEIRA DE SOUSA – *A Legitimidade Popular na Tutela dos Interesses Difusos*, Lisboa: Lex, 2003, p. 22 ss. e 34 ss. Segundo OLIVEIRA ASCENSÃO – «A Acção Popular e a Protecção do Investidor», *Cad.MVM*, N.º 11, agosto de 2001, p. 1-11, p. 6 ss., os interesses dos investidores tutelados pelas normas do mercado de valores mobiliários “*Traduzem a defesa de interesses duma classe ou categoria, os investidores. São interesses próprios dessa classe, que não coincidirão necessariamente com os interesses gerais*”.

risco de litigância (*floodgates argument*). Porém, basta recordar que as sociedades de notação de risco não seriam os primeiros *gatekeepers* sujeitos a pretensões indenizatórias por parte dos investidores⁸⁷ e que, nestes outros casos, as visões catastrofistas quanto às consequências da responsabilidade não têm encontrado amparo na realidade⁸⁸. Tenha-se ainda em conta que as advertências públicas das agências de notação, relativamente às possíveis inexatidões dos *ratings*, embora não as exonerem de responsabilidade, podem ser fundamento para restringir o *quantum* da indemnização a atribuir aos investidores⁸⁹.

Responsabilidade por Informações

No nosso direito civilístico, encontramos no art. 485.º do CCiv uma norma que disciplina o regime da responsabilidade civil por simples conselhos, recomendações ou informações. Dado que a sua prestação é habitualmente fundada na mera obsequiosidade e feita com displicência, o nosso legislador entendeu que deve caber ao recetor suportar os riscos da decisão de se determinar ou não por eles⁹⁰. Assim, o n.º 1 da referida norma estabelece uma regra geral de irresponsabilidade “*ainda que haja negligência*” do prestador e o n.º 2 do artigo prevê um elenco aparentemente taxativo de situações (três) em que pode haver responsabilidade⁹¹.

⁸⁷ *Vd.*, por todos, MENEZES LEITÃO – «A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada», *ROA*, 2005, Ano 65, Vol. III, p. 663-675. Poderíamos mesmo aplicar às agências de notação cautelas semelhantes às que têm vindo a ser defendidas para a responsabilização civil dos auditores: cf. CARNEIRO DA FRADA – «O problema e os limites da responsabilidade dos auditores», *DJ*, N.º 16, tomo 1, 2002, p. 159-169, p. 166 ss.

⁸⁸ Sobre o caso da responsabilidade dos auditores, *vd.* FERREIRA GOMES – «Responsabilidade Civil dos Auditores»... *ob. cit.*, p. 409 ss.

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

⁹⁰ Cf. VAZ SERRA – «Abuso do direito (em matéria de responsabilidade civil)», *BMJ*, N.º 85, 1959, p. 243-343, p. 285 e ANTUNES VARELA – *ob. cit.*, p. 550.

⁹¹ Sobre as exceções previstas no n.º 2, *vd.* PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – *Código Civil Anotado*, Vol. I, 4.ª ed., reimp., 2011, anotação ao art. 485.º

Para a nossa *quaestio juris*, poderia relevar-se o caso de exceção em que existe um dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e se tenha procedido com negligência ou intenção de prejudicar⁹². De facto, atenta a redação legal, esse “*dever jurídico*” poderá resultar de um contrato⁹³, como o que subjaz à relação entre CRA e emitente. Contudo, tem-se entendido que a obrigação de indemnizar aproveita à pessoa a quem se esteja vinculado e não a terceiro que eventualmente tenha sido lesado com a informação errónea⁹⁴.

Será ainda conveniente ter em conta as diferenças que a norma apresenta face ao anteprojeto de VAZ SERRA⁹⁵, uma vez que o legislador português optou por não consagrar como exceções à irresponsabilidade por simples conselhos, recomendações ou informações os casos em que houvesse o dever de “*proceder diligentemente*” ao dar a informação ou quando a informação fosse fornecida “*com ofensa manifesta da consciência social dominante*”.

Neste contexto, se nos ativésemos somente ao disposto no art. 485.º, ver-nos-íamos forçados a concluir que, com a exceção dos casos de dolo⁹⁶, estaria excluída a responsabilidade civil das agências de *rating* perante os investidores. Se assim fosse, o art. 485.º viria *neutralizar* o fundamento de responsabilidade delitual já analisado.

Ora, a nossa doutrina tem vindo a reconhecer que este artigo apresenta uma forte incompletude. BAPTISTA MACHADO, por exemplo, advogou a interpretação extensiva do n.º 2, de modo a permitir a responsabilização do informante que contrai um “*dever de cuidado e protecção*” ao prestar a informação⁹⁷. SINDE MONTEIRO, numa posição que nos parece acertada, considera que o n.º 2 é meramente enunciativo⁹⁸.

⁹² À partida, não será de relevar o caso de assunção voluntária de responsabilidade pelo dano. Quanto ao procedimento do agente que “*constitua facto punível*”, o mesmo tem por subjacente a ideia de ilícito penal, como salienta SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 435.

⁹³ Neste sentido, *vd.* PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – ob. cit., *loc. cit.* e MENEZES LEITÃO – ob. cit., p. 313.

⁹⁴ *Vd.* na jurisprudência, o acórdão do TRL de 22-05-1992, *CJ*, 1993, 3.º-188 e na doutrina CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 66 ss. e PIRES DE LIMA & ANTUNES VARELA – ob. cit., *loc. cit.*

⁹⁵ Cf. a redação constante do anteprojeto em SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 339.

⁹⁶ Divergimos, pois, do entendimento de PESSOA JORGE – ob. cit., p. 311 e ALMEIDA COSTA – *Direito das Obrigações...* ob. cit., p. 566, que se pronunciaram no sentido de que a atuação dolosa está abrangida pela exclusão de responsabilidade prevista no n.º 1. Pensamos que a razão está com quem exclui a irresponsabilidade quando o agente atua com *animus decipiendi* ou *nocendi*, como MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II (tomo III)... ob. cit., p. 567; MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... ob. cit., p. 314 e CARLOS COSTA PINA – ob. cit., p. 156.

⁹⁷ BAPTISTA MACHADO – «A Cláusula do Razoável», *RLJ*, N.º 120, 1987-88, p. 161-164, p. 164 entende que “*não se pensou na hipótese em que, não obstante não existir um dever jurídico de dar a*

Na senda dos ilustres mestres, entendemos que o preceito em causa faz sentido e justifica-se quando se trata de conselhos, recomendações ou informações dados no quadro de relações de puro obséquio. Não nos parece, aliás, despicienda a adjetivação que o legislador incluiu na norma: “*simples conselhos...*”. Atenta a necessidade de uma integração harmoniosa do sistema, cremos que só devem ser qualificados como “*simples*” aqueles conselhos, recomendações e informações que não forem, em face do nosso Direito, suscetíveis de integrar um fundamento de responsabilidade⁹⁹.

Da Proibição do Abuso de Direito

Ficando assente que o art. 485.º não preclude a aplicação dos princípios gerais do direito das obrigações, podemos concluir que, mesmo quando não se verifique a violação de uma norma de proteção, sempre se poderá encontrar fundamento de tutela ressarcitória nos princípios subjacentes à cláusula geral de responsabilidade civil aquiliana consagrada no art. 334.º do CCiv¹⁰⁰.

informação, esta é efectivamente dada, mas com inexactidão e grave negligência, e desta inexactidão resultam prejuízos sérios para quem a solicitou e a recebeu dentro de uma relação de confiança – sendo certo que o informante ao dá-la, estava ciente de tal risco. Também nesta hipótese parece que deve haver obrigação de indemnizar por violação de um ‘dever de protecção e cuidado’”.

⁹⁸ Vd. SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...*, ob. cit., p. 453 e IDEM – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros», *BFDUC*, N.º 73, 1997, p. 35-60, p. 41. Cf. ainda FILIPE ALBUQUERQUE MATOS – ob. cit., p. 259 ss.

⁹⁹ Vd. SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 452. Também BAPTISTA MACHADO – ob. cit., p. 163 refere que “*Em princípio, a regra do n.º 1 tem em vista informações dadas fora do contexto de uma actividade comercial ou profissional. Mas já se as informações são dadas neste contexto, parece não ser necessária a assunção (contratual) da responsabilidade, nem a existência de um dever jurídico de dar a informação para que se responda por negligência ou dolo*”. Por sua vez, entende AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – «A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil», *RDE*, Ano XIV, 1988, p. 135-165, p. 139, que “*no que concerne à responsabilidade extra-contratual por informações, não se pode dispensar a mesma tutela jurídica a um destinatário de uma informação, quando esta provenha de alguém especialmente qualificado para a fornecer (...) ou quando provenha de um leigo, colocando-se a questão ao nível da ilicitude e não da culpa*”.

¹⁰⁰ Para um elenco da tradição doutrinal na defesa da responsabilidade civil daquele que atua abusivamente no exercício de direitos, vd. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO – «O capital social das sociedades por quotas e o problema da subcapitalização material», *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 43-84, p. 63 ss., notas 50-51. Note-se que o Código Civil não inclui, entre as disposições referentes à responsabilidade por factos ilícitos, qualquer norma que determine a ilicitude dos atos contrários aos bons costumes que causem dolosamente danos a outrem, no que diverge, não apenas de outros sistemas europeus (ex.: § 826 do *BGB* alemão, art. 41º, n.º 2 do Código das Obrigações suíço, § 1295 II do Código Civil Geral da Áustria), mas também do próprio anteprojecto de VAZ SERRA (cf. arts. 735.º ss.). Não obstante, deve notar-se que, como refere SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* ob. cit., p. 545 ss., o art. 334.º do CCiv desempenha, entre nós essa função. De todo o modo, a sistematização acaba

De facto, ainda que o legislador tenha excluído do art. 485.º o dever de responder com base em “*ofensa manifesta da consciência social dominante*”, não cremos que tenha pretendido consagrar a irresponsabilidade por informações nos casos em que o comportamento do informante se revele manifestamente abusivo¹⁰¹.

Mais, note-se que a doutrina dominante entende que a proibição do art. 334.º incide não apenas sobre o exercício abusivo de um direito subjetivo em sentido técnico, mas de quaisquer posições jurídicas, incluindo as passivas¹⁰². Tem-se mesmo avançado o argumento de que se é ilícito o exercício abusivo e danoso de um direito, por maioria de razão, será de aplicar o instituto aos casos em que o agente nem sequer atua a coberto de um direito subjetivo¹⁰³. E ainda que se entenda que as agências de notação atuam ao abrigo de uma liberdade genérica de agir, estaremos, quando muito, perante uma lacuna que cumpre fechar. Nas palavras de CARNEIRO DA FRADA, a “*concretização de um princípio de tutela delitual do mínimo ético jurídico*” determina a existência de uma “*proibição genérica de condutas danosas contrárias aos bons costumes*”¹⁰⁴.

Ora, uma vez que o abuso de direito se configura em três modalidades – excesso manifesto¹⁰⁵ dos limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou

por não ter grande relevância, pois, como refere CASTANHEIRA NEVES – *Questão-de-facto – Questão-de-direito ou O Problema Metodológico da Juridicidade*, I – *A Crise*, Coimbra: Almedina, 1967, p. 529, “*o princípio normativo que o abuso do direito se propõe exprimir, e com ele outras intenções análogas (da ‘boa-fé’, dos ‘bons costumes’, etc.), outra coisa não são (...) do que aflorações dos princípios do ‘direito justo’ - princípios que valem para além e com independência de toda e qualquer prescrição positiva, como expressões que são da própria Ideia de Direito*”.

¹⁰¹ Neste sentido *vd.* PESSOA JORGE – *ob. cit.*, p. 311 ss. Aliás, o instituto do abuso de direito tem mesmo particular relevo nesses casos onde a prestação de informações cause danos puramente patrimoniais, sem que exista violação de um direito subjectivo ou de uma disposição legal de protecção, como relata SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* *ob. cit.*, p. 547. Sendo certo que HEINRICH EWALD HÖRSTER – *A Parte Geral...* *ob. cit.*, p. 288, entende que, no setor dos danos puramente patrimoniais, “*não deve ser possível recorrer ao art. 334.º para fundamentar obrigações de indemnização*”, cremos que a razão está com CUNHA DE SÁ – *Abuso do Direito*, Coimbra: Almedina, 2005, p. 637 ss., quando este autor afirma que, havendo: (i) ato abusivo; (ii) dano; (iii) culpabilidade e (iv) nexo de causalidade entre o dano e o ato abusivo, há dever de indemnizar.

¹⁰² *Vd.* MENEZES CORDEIRO – «Do abuso do direito: estado das questões e perspectivas», *ROA*, Ano 65, Vol II, setembro de 2005, p. 327-385, p. 331, CUNHA DE SÁ – *ob. cit.*, p. 621 e SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade Delitual. Da ilicitude»... *ob. cit.*, p. 462.

¹⁰³ *Vd.* FERRER CORREIA & VASCO LOBO XAVIER – «Efeito Externo das Obrigações; Abuso do Direito; Concorrência Desleal», *RDE*, Ano V, 1979, p. 3-19, p. 12.

¹⁰⁴ *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* *ob. cit.*, p. 61 ss. Com um entendimento diverso, *vd.* HEINRICH EWALD HÖRSTER – *ob. cit.*, p. 287. Mesmo assim, este último autor admite, ainda que com algumas dúvidas, a aplicação analógica do art. 334.º ao mau emprego de faculdades, liberdades e poderes.

¹⁰⁵ Muito citado, MANUEL DE ANDRADE – *Teoria Geral das Obrigações*, 3.ª ed., Coimbra: Almedina, 1966, p. 63, explica este conceito nos seguintes termos: “*de modo particularmente escandaloso para a consciência jurídica dominante*”, “*quando tal injustiça atingiria proporções intoleráveis para o sentimento*

económico do direito –, importa verificar qual destas vertentes poderia aqui relevar. Sendo certo que a modalidade do fim económico ou social só influi em alguns domínios, que não aquele de que nos ocupamos¹⁰⁶, resta-nos atentar nas vertentes da boa fé e dos bons costumes.

Quanto à primeira, trata-se de um conceito indeterminado¹⁰⁷, que surge como uma via para permitir ao sistema “reproduzir, melhorar, corrigir e completar as suas soluções”¹⁰⁸ e concretizar os princípios da primazia da materialidade subjacente e da tutela da confiança¹⁰⁹. Porém, a doutrina tem entendido que a boa fé tem escassa utilidade delitual, uma vez que a sua aplicação pressupõe, em regra, a prévia existência de uma “relação específica entre pessoas determinadas”, exprimindo um “parâmetro qualificado de conduta”, reclamado no âmbito de “relacionamentos específicos”¹¹⁰.

Mais relevante poderá ser então a contrariedade aos bons costumes¹¹¹, através da qual a responsabilização civil das CRA dependeria de dois elementos¹¹²: a maior ou menor conformidade da sua conduta com aquilo que, nas circunstâncias, é objetivamente de exigir no tráfico¹¹³ e a representação e atitude da agência face ao resultado danoso. Ora, segundo

jurídico imperante”, “casos de pressão violenta da consciência jurídica” e “termos clamorosamente ofensivos da justiça”. Sobre a conceção objetiva do abuso de direito, *vd.* HEINRICH EWALD HÖRSTER – *ob. cit.*, p. 282.

¹⁰⁶ *Vd.* SINDE MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 462 e CARNEIRO DA FRADA – *ob. cit.*, p. 52.

¹⁰⁷ Sobre a sua relevância no abuso de direito, *vd.* MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé no Direito Civil. Coleção Teses*, 4.ª reimp., Coimbra: Almedina, 2011, p. 898 ss.

¹⁰⁸ *Vd.* IDEM – «Do abuso do direito»... *ob. cit.*, p. 378 ss. e 382 ss.

¹⁰⁹ A tutela da confiança tem sido associada ao abuso de direito pela nossa jurisprudência, como se pode ver nos acórdãos do STJ de 01-03-2007, Proc. 06A4571 e de 11-01-2011, Proc. 627/06.7TBAMT.P1 e do TRL, de 13-10-2011, Proc. 1655/09.6TBCSC.L1-2 (todos *in* www.dgsi.pt). Na doutrina, *vd.* BAPTISTA MACHADO – «Tutela da confiança e venire contra factum proprium», *Obra Dispersa I*, Braga, 1991, p. 345-423, p. 385 ss. e CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança*... *ob. cit.*, p. 839 ss.

¹¹⁰ *Vd.* ORLANDO DE CARVALHO – *Teoria Geral do Direito Civil/Sumários desenvolvidos para uso dos alunos do 2.º ano Jurídico de 1980/81*, ed. policopiada, Coimbra, 1981, p. 55 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé*... *ob. cit.*, p. 647 ss., p. 1223. Note-se, em abono desta posição, que as outras disposições que, no Código Civil, prescrevem a boa fé como regra de conduta, referem-se a contextos relacionais (cf. arts. 227.º, n.º 1, 275.º, n.º 2, 437.º, n.ºs 1 e 762.º, n.º 2). Veja-se, contudo, que a jurisprudência suíça tem alicerçado no princípio da boa fé a responsabilidade por prestação de informações erróneas fora do âmbito contratual, por via de ligação da *bona fide* à *Vertrauenshaftung* – cf. MYRIAM SENN & RITA TRIGO ANDRADE – *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*, 2006, (*in* <http://www.uu.nl>), p. 18 ss.

¹¹¹ Sobre a figura, *vd.* VAZ SERRA – «Abuso do direito»... *ob. cit.*, p. 302 ss. e CUNHA DE SÁ – *ob. cit.*, p. 188 ss.

¹¹² Cf. SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos*... *ob. cit.*, p. 552 ss.

¹¹³ Segundo CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via*»... *ob. cit.*, p. 55 ss., diversamente da boa fé, os bons costumes não pressupõem nenhum contexto relacional e exprimem “uma referência a padrões de conduta mínimos a observar pelos sujeitos, estejam ou não inseridos em relações contratuais”. Este autor também entende que, perante uma atuação no espaço económico dos mercados, o abuso de direito por contrariedade aos bons costumes aproxima-se da noção dos usos honestos do comércio, pelo que se poderá dizer que age contra os bons costumes aquele que atua de forma desonesta no espaço económico.

SINDE MONTEIRO, se um perito “dá uma informação errada com violação grosseira de ‘regras da arte’ basilares, parece poder entender-se que o acto é ofensivo dos bons costumes. E se sabia que a falsidade podia causar prejuízos a um terceiro, aceitando este resultado (*dolus eventualis*), poderá ser obrigado a reparar o dano”¹¹⁴.

Atente-se, ainda, num dado importante: uma vez que o texto da lei, ao contrário do § 826 do *BGB*¹¹⁵, não impõe a verificação de dolo (apenas exige que o “excesso” seja “manifesto”), nada parece impedir que – para o preenchimento do requisito da culpa no âmbito da responsabilidade civil com base no abuso de direito – baste a existência de negligência grave ou grosseira, se tal for a solução mais justa¹¹⁶. Nesta medida, entendemos que a violação grave dos deveres profissionais das agências de *rating*, que origine danos puramente patrimoniais para os investidores, pode ser ofensiva dos bons costumes, conquanto o modo como a lesão for perpetrada revele, pelo menos, uma intolerável insensibilidade em face do risco a que ficaram sujeitos os aforradores.

Uma “Terceira Via” de Responsabilidade Civil

Uma vez que a responsabilidade civil com fundamento no abuso de direito por contrariedade aos bons costumes envolve requisitos qualificados, quer quanto à conduta, quer quanto à culpa, cuja fasquia é especialmente elevada, resta saber se não poderemos ainda encontrar uma forma de imputação de danos assente na mera culpa, agora fora dos campos tradicionais do contrato ou do delito.

A este propósito, têm vindo a ser doutrinamente erigidas novas categorias de responsabilidade civil, de modo a ocupar a “*terra de ninguém*” entre os modelos aquiliano

¹¹⁴ Vd. SINDE MONTEIRO – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros»... ob. cit., p. 44.

¹¹⁵ Sobre o abuso de direito no direito alemão, vd. CUNHA DE SÁ – ob. cit., p. 59 ss.

¹¹⁶ SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos*... ob. cit., p. 559 ss., refere que “*não só a informação conscientemente falsa (...) tem sido considerada contra os boni mores. Esta contrariedade pode já ser de afirmar se não foi conhecida a falsidade da informação, o ser errado e indutor em erro o conselho ou a recomendação, mas isso acontece porque o agente actuou ‘leviana e inconscientemente’ (...) Pressuposto da responsabilidade (e da ofensa dos bons costumes) tem sempre de ser a cognoscibilidade, por parte da pessoa que informa, da relevância ou importância da informação para quem a recebe, nomeadamente que este a pretende tomar como base para uma disposição de carácter patrimonial*”. Contra, vd. VAZ SERRA – «Abuso do direito»... ob. cit., p. 325 ss.; RIBEIRO DE FARIA – *Direito das Obrigações*, Vol. I, Coimbra: Almedina, 1990, p. 46 e ANTUNES VARELA – ob. cit., p. 549.

e obrigacional¹¹⁷. Dada a impossibilidade de prolongarmos a nossa exposição, optamos por nos cingir a duas figuras¹¹⁸ à partida aplicáveis em caso de *ratings* solicitados: o contrato com eficácia de proteção para terceiros¹¹⁹ e a *culpa in contrahendo*¹²⁰.

Relativamente ao primeiro desses institutos, podemos de facto indagar se o contrato celebrado entre agência de notação e emitente não terá eficácia de proteção para terceiros¹²¹, uma vez que, como salienta SINDE MONTEIRO, “*não parece existir qualquer objecção séria à eficácia em relação a terceiros, quando é desde o início claro que o conselho ou informação se destinam em primeira linha a influenciar a decisão de pessoa diferente do parceiro contratual*”¹²².

No entanto, esta não nos parece uma hipótese realmente viável, pois, como refere o ilustre Professor ora citado, “*no caso de relatórios ou pareceres nos quais um grande número de pessoas deposita confiança, não é em regra de admitir uma eficácia para terceiros*”¹²³. CARNEIRO DA FRADA apresenta um argumento adicional: nos contratos com

¹¹⁷ Assim, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 24 ss.; SINDE MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 508 ss. e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... *ob. cit.*, p. 367 ss. Rejeitando esta teorização, *vd.* por todos GALVÃO TELLES – *ob. cit.*, p. 74 ss.

¹¹⁸ Decidimos não dedicar uma abordagem particular a construções como a da *responsabilidade profissional* ou a dos *deveres no tráfico para a proteção do património*, pelo facto de se entender que, no nosso ordenamento jurídico, a primeira dessas figuras se furta a uma catalogação sistemática unitária e a segunda corresponde a uma concretização da tutela delitual. A este propósito, *vd.* SINDE MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 478 ss.; CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança*... *ob. cit.*, p. 251 ss. e 329 ss. e ADELAIDE MENEZES LEITÃO – *ob. cit.*, p. 582 ss.

¹¹⁹ Embora tenhamos optado por referir esta modalidade entre o *tertium genus* da responsabilidade civil, esta classificação é controversa na doutrina, como demonstra CARNEIRO DA FRADA – *ob. cit.*, p. 136 ss., nota 108.

¹²⁰ À semelhança do referido na nota anterior, também a qualificação deste instituto é controversa. Por exemplo, ALMEIDA COSTA – *Responsabilidade civil pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato*, Coimbra: Coimbra Editora, 1984, p. 53, opta pela qualificação delitual. MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual*. Coleção Teses, reimp., Coimbra: Almedina, 2003, p. 351; GALVÃO TELLES – *Direito das Obrigações*, 7.^a ed. reimp., Coimbra: Coimbra Editora, 2010, p. 72 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo II, Coimbra: Almedina, 2010, p. 646 entendem enquadrar o instituto na responsabilidade civil obrigacional. Numa orientação favorável à tese de uma responsabilidade não delitual e não obrigacional, *cf.* CARNEIRO DA FRADA – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 257 ss. e MENEZES LEITÃO – *Direito das Obrigações*, Vol. I... *ob. cit.*, p. 377.

¹²¹ Sobre esta modalidade, *vd.* MOTA PINTO – *ob. cit.*, p. 419 ss. e MENEZES CORDEIRO – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo I, Coimbra: Almedina, 2009, p. 357 ss. Note-se que a figura não se confunde com o contrato a favor de terceiro, na medida em naquela trata-se apenas de estender o âmbito de protecção do contrato a terceiros, enquanto neste último está em causa a atribuição a terceiro de um direito à prestação.

¹²² *Cf.* SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos*... *ob. cit.*, p. 523 ss. e IDEM – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros», *ob. cit.*, p. 50 ss.

¹²³ *Cf.* IDEM – *ob. cit.*, p. 529, nota 255. O mesmo autor, citando WELSER, denota que “*devendo partir-se sempre de um ‘limitado fim de utilização do parecer’, uma responsabilidade face a quaisquer pessoas não é de afirmar, na dúvida, mesmo quando o autor sabe que a sua tomada de posição será publicada ou de outra forma divulgada*”.

eficácia de proteção para terceiros, estes devem ter “*um interesse substancialmente coincidente ou concordante com o do credor da prestação*”¹²⁴, o que naturalmente não ocorre nesta situação¹²⁵. Ademais, note-se que os contratos de emissão de *rating* incluem invariavelmente cláusulas de exclusão ou limitação de responsabilidade. Se considerarmos que tais cláusulas seriam oponíveis ao investidor¹²⁶, estaria manietada a relevância deste instituto *in casu*¹²⁷.

Analisando agora a *culpa in contrahendo*¹²⁸ prevista no art. 227.º do CCiv, constatamos que, à semelhança do que ocorre na responsabilidade aquiliana, a parte lesada só tem direito ao ressarcimento desde que o comportamento do lesante tenha sido ilícito e culposo¹²⁹. Todavia, o requisito da ilicitude prescinde aqui da violação de direitos subjetivos ou normas de proteção, incidindo antes no desrespeito de certos deveres de conduta, impostos pelo princípio da boa fé¹³⁰ àqueles que encetam negociações com vista à eventual celebração de um contrato. A violação desses deveres de conduta¹³¹ determina o ressarcimento dos danos culposamente causados, incluindo os puramente patrimoniais¹³².

MENEZES CORDEIRO enuncia que do princípio da boa fé no âmbito pré-contratual decorrem três tipos de deveres: de proteção, lealdade e informação¹³³. Quanto ao último,

¹²⁴ Vd. CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 92. Com um entendimento diverso, vd. MENEZES LEITÃO – «Actividade de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros», *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 141, nota 15.

¹²⁵ Sobre os conflitos de interesse existentes, vd. HUGO MOREDO SANTOS – ob. cit., p. 521 ss.

¹²⁶ Cf. SINDE MONTEIRO – ob. cit., p. 534.

¹²⁷ Em sentido diverso OLIVER VON SCHWEINITZ – *Rating Agencies: Their Business, Regulation and Liability under U.S., U.K. and German Law*, Bloomington: Unlimited Publishing, 2007, p. 165 ss., versando sobre o ordenamento alemão, defende a aplicação neste âmbito da figura do contrato com eficácia de proteção para terceiros.

¹²⁸ Sobre este instituto, vd. MOTA PINTO – «A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos», *BFDUC*, suplemento 14, 1966, p. 143-250; MANUEL GOMES DA SILVA & RITA AMARAL CABRAL – «Responsabilidade pré-contratual», *OD*, N.º 127, 1995, p. 439-461; ANA PRATA – *Notas Sobre Responsabilidade Pré-Contratual*, Coimbra: Almedina, 2002 e DÁRIO MOURA VICENTE – «Culpa na formação dos contratos», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 265-284.

¹²⁹ Vd. AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – ob. cit., p. 146. Quanto à distribuição do ónus da prova, cf. SÓNIA MOREIRA – «O Ónus da Prova na Responsabilidade Pré-Contratual por Violação de Deveres de «Informação», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 281-296.

¹³⁰ Vd. MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual...* ob. cit., p. 337 ss.

¹³¹ Sobre as modalidades da sua violação, vd. GALVÃO TELLES – ob. cit., p. 71 ss.

¹³² Vd. CARNEIRO DA FRADA – ob. cit., p. 96 ss. Sobre a reparação dos danos neste contexto, vd. RITA AMARAL CABRAL – «A responsabilidade por prospecto e a responsabilidade pré-contratual. Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993», *ROA*, ano 55, janeiro de 1995, p. 191-223, p. 216 ss. Quanto à amplitude dos danos ressarcíveis seguimos de perto a posição de CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* ob. cit., p. 494 ss., nota 527.

¹³³ Vd. MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé...* ob. cit., p. 547 ss.

tem-se entendido que intenta contra a boa fé pré-contratual não só aquele que omite danos relevantes para a formação da vontade da contraparte, mas também quem presta informação enganosa que influencia a formação dessa vontade¹³⁴. Em causa está ainda a violação de um dever de cuidado com o património de outrem¹³⁵.

Ora, a doutrina tem vindo a defender que tais exigências se estendem a terceiros que atuem no processo negocial, mas que não serão partes no contrato a celebrar (*maxime*, peritos como auditores financeiros, advogados, revisores oficiais de contas, etc.)¹³⁶. Nas palavras de CARNEIRO DA FRADA, “*se esses profissionais concitaram a confiança da contraparte na relação de formação do contrato, então estão vinculados a uma actuação de boa fé. E mais: pensamos que se constitui então entre eles uma relação jurídica que se traduz na necessidade de observância de deveres de lealdade, informação e veracidade*”¹³⁷.

Nestes termos, a ilicitude da conduta da agência de notação de risco ao fornecer informações inexatas aos investidores residiria na violação destes deveres de conduta,

¹³⁴ Vd. por todos o acórdão do TRC de 18-01-2011, Proc. 1548/08.4TBGRD.C1 (*in* www.dgsi.pt). Sobre os deveres de informação na responsabilidade pré-contratual, vejam-se MARIANA FONTES DA COSTA – «O dever pré-contratual de informação», *RFDUP*, Vol. 4, 2007, p. 367-394 e SÓNIA MOREIRA – *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação*, reimp., Coimbra: Almedina, 2006.

¹³⁵ Neste sentido, *vd.* MOTA PINTO – *Cessão da Posição Contratual...* *ob. cit.*, p. 339 ss., nota 2 e AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – *ob. cit.*, p. 144. Note-se, contudo, que, tratando-se de uma informação que contém um juízo ou uma valoração (e portanto com uma dose assinalável de subjetivismo), o dever de diligência não se confunde com o de produzir uma informação exata, mas apenas de cuidado na sua preparação e emissão.

¹³⁶ *Vd.* MENEZES CORDEIRO – *Da Boa Fé...* *ob. cit.*, p. 546 ss e 633 ss; SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* *ob. cit.*, p. 54 ss e SÓNIA MOREIRA – *As Relações entre a Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo). O Caso da Indução Negligente em Erro*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010, p. 290 ss. Com efeito, diz-nos Joaquim de SOUSA RIBEIRO – «Responsabilidade pré-contratual – Breves anotações sobre a natureza e o regime», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 745-767, p. 758 ss., que o alargamento do âmbito subjetivo da responsabilidade a terceiros tem plena justificação “*quando a sua intervenção tenha fundadamente constituído, para o lesado, um autónomo factor de confiança, pela credibilidade e competência, que o próprio reivindica e o mercado lhe reconhece, ligadas, designadamente, à sua qualificação profissional, de que retira proveitos*”.

¹³⁷ *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* *ob. cit.*, p. 99 ss. Também AGOSTINHO CARDOSO GUEDES – *ob. cit.*, p. 148 ss. refere que não é necessária a vontade de vinculação ao eventual contrato para se ficar obrigado aos deveres de conduta, uma vez que os mesmos assentam pura e simplesmente no princípio da confiança. Sobre o alargamento do raio de ação da *culpa in contrahendo ex vi* pensamento da confiança, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 115 ss. Para uma exposição sobre esta matéria no âmbito do Direito alemão, *vd.* SÓNIA MOREIRA – «Algumas notas sobre a reforma do BGB no âmbito da responsabilidade pré-contratual: o § 311», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 869-889, p. 882 ss.

livremente assumidos aquando da decisão de informar¹³⁸. Não se trata aqui de exigir a veracidade do conteúdo das classificações de *rating*, mas sim de cuidado com as consequências que irão produzir na esfera dos recetores¹³⁹.

Contudo, a responsabilização do informante exige que entre ele e o lesado exista uma ligação especial, um vínculo específico (*Sonderverbindung*)¹⁴⁰. Tal exigência pode, todavia, ser superada se considerarmos que o terceiro intervém voluntariamente no processo pré-contratual, assumindo uma posição da qual resulta uma relação de confiança com o lesado¹⁴¹.

Nesta base, a responsabilidade das CRA amparar-se-ia na verificação dos seguintes pressupostos¹⁴²: (i) situação efetiva de confiança; (ii) possibilidade de imputar a confiança a determinada agência; (iii) justificação para a confiança, suportada em dados objetivos e credíveis; (iv) investimento de confiança, traduzido em atos concretos e externos do investidor confiante, cujo resultado ficou comprometido por não ter sido respeitada a confiança; (v) boa fé subjetiva (crença no comportamento alheio) e objetiva (comportamento próprio isento de violação dos deveres de boa fé) do investidor.

Note-se, em face do exposto, que a responsabilização do informante exige um nexo causal entre a situação de confiança e a atuação posterior do confiante. Incumbiria, nestes termos, aos lesados demonstrar que confiaram legitimamente na informação proveniente

¹³⁸ E uma vez que estamos perante uma norma imperativa, as cláusulas de limitação de responsabilidade vulgarmente instituídas pelas CRA não podem excluir esses deveres de conduta ligados ao princípio da boa fé (art. 227.º do CCiv). Assim, *vd.* PINTO MONTEIRO – *ob. cit.*, p. 121 ss.

¹³⁹ Como refere CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 482 ss., a responsabilidade decorrente das declarações dos sujeitos no processo negocial não se destina à reparação do dano consistente na defraudação de expectativas, mas trata-se simplesmente de uma “*responsabilidade pela causação indevida de uma confiança alheia.*”

¹⁴⁰ *Vd.* IDEM – «Contrato e Deveres de Protecção»... *ob. cit.*, p. 229 ss. Sobre o conceito de relação específica, *vd.* SINDE MONTEIRO – *Responsabilidade por Conselhos...* *ob. cit.*, p. 496 ss. e JÜRGEN SCHMIDT – «Sonderverbindungen» – Eine Problemskizze», *Gedächtnisschrift für Dietrich Schultz*, Colónia: Heymanns, 1987, p. 341-375.

¹⁴¹ *Vd.* CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* *ob. cit.*, p. 749 ss., para quem o relevo da ligação especial surge essencialmente “*na circunscrição da responsabilidade perante quem não era o destinatário intencionado das expectativas a criar e nas hipóteses em que a criação de confiança não é sequer directamente querida pelo sujeito que actua.*”. Também neste sentido, *vd.* Joaquim de SOUSA RIBEIRO – *ob. cit.*, p. 759 ss.

¹⁴² *Vd.* por todos CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA – *Contratos, I – Conceito. Fontes. Formação*, 4.ª ed. Coimbra: Almedina, 2008, p. 219 ss. e, quanto à aplicação destes pressupostos na *culpa in contrahendo* de peritos, CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* *ob. cit.*, p. 103 ss.

da agência de notação¹⁴³, tomaram uma decisão de investimento com base nessa confiança¹⁴⁴ e sofreram em consequência um prejuízo.

Deve, contudo, existir, no âmbito *pré-contratual*, um limite ao universo de potenciais destinatários da proteção da confiança. Conforme refere CARNEIRO DA FRADA, “*essa responsabilidade requer que o terceiro prejudicado por ter confiado no parecer se inclua precisamente no círculo daqueles a quem o parecer aparecia como destinado*”, uma vez que não é razoável pretender que o informante responda “*por um tempo afinal indeterminado, perante uma classe indeterminada de sujeitos*”¹⁴⁵. Perante estas considerações, entendemos assumir uma atitude cautelosa face à possibilidade de responsabilizar as CRA por *culpa in contrahendo*, de tal modo que – ressalvando sempre as circunstâncias próprias de cada caso concreto –, as agências de notação só poderão ser responsabilizadas quando os *ratings* forem destinados a um grupo específico de investidores¹⁴⁶ (ex., *private placement*).

Para concluir, note-se que mesmo este limite poderá ser superado se se aceitar a necessidade de discriminar entre *culpa in contrahendo* e proteção pela confiança¹⁴⁷. De facto, quem advoga que a responsabilidade pela confiança é autonomizável daquela decorrente da infração de regras do agir, está em condições de superar as restrições acima

¹⁴³ MANUEL ALBA FERNÁNDEZ & TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL – ob. cit., p. 175, consideram legítima a confiança depositada pelos investidores nas agências de *rating*, tendo em conta que “*esa confianza adquiere cierto carácter público desde el momento en que la propia normativa reglamentaria se apoya en los ratings*”. Cf. também RACHEL JONES – «The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies», *Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, 2010 (1), p. 201-231, p. 228 ss.

¹⁴⁴ Como salienta GIOVANNI FACCI – «Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte», *Contratto e Impresa*, N.º 1, 2008, p. 26, “*l’investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l’operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa*”.

¹⁴⁵ Vd. CARNEIRO DA FRADA – *Uma «Terceira Via»...* ob. cit., p. 107, numa clara alusão à famosa citação do juiz Cardozo, no caso *Ultramares Corporation v. Touche* 174 N.E. 441 (1932).

¹⁴⁶ Veja-se o referido no caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 94 P.3d 106 (Ok. Civ. App. 2004), a propósito da *Section 552* do *Restatement (Second) of Torts*.

¹⁴⁷ Uma solução defendida por CARNEIRO DA FRADA – *Teoria da Confiança...* ob. cit., p. 522 ss., embora este autor reconheça que a maioria da doutrina não opera uma distinção entre as figuras. Também a nossa jurisprudência tem fundamentado a aplicação do instituto da responsabilidade pré-contratual na tutela da confiança, como resulta dos acórdãos do STJ de 22-05-1996, Proc. 4386, *BMJ*, 457 (1996), p. 308-316; de 11-09-2007, Proc. 07A2402; de 06-12-2010, Proc. 1212/06.9TBCHV.P1.S1; e de 31-03-2011, Proc. 3682/05.3TVSLB.L1.S1 (os últimos três in www.dgsi.pt). Na Alemanha, a *culpa in contrahendo* tende a configurar-se como uma responsabilidade pela confiança em virtude do contacto jurídico-negocial ou da participação no tráfico negocial, conforme relata CLAUS-WILHELM CANARIS – «Autoria e participação na culpa in contrahendo», trad. de RAÚL GUICHARD ALVES, *RDE* N.º 16-19, 1990-1993, p. 5-42, p. 12. Note-se a posição de OLIVEIRA ASCENSÃO – *Direito Civil/Teoria Geral*, Vol. II. *Acções e factos jurídicos*, 2.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra, 2003, p. 395 ss. e 447 ss., que rejeita o apelo à noção de confiança, quer no âmbito do art. 227.º, quer como instituto autónomo na ordem jurídica portuguesa.

referidas e estender a proteção de expectativas às situações em que os destinatários são indeterminados¹⁴⁸. Naturalmente, a construção do que seja o risco geral da vida deve acompanhar esta solução, de modo a limitar as janelas de responsabilidade que a mesma logra abrir.

Conclusão

Feito este excuro, estamos agora em condições de enunciar as respetivas conclusões:

É hoje comumente aceite que a violação pelas sociedades de notação de risco das premissas e princípios que devem nortear a sua atividade, enquanto *gatekeepers* dos mercados financeiros, integra a raiz da crise global que ainda vivemos.

Denota-se que o funcionamento eficiente dos mercados pressupõe a existência de informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, de modo a fomentar a confiança dos investidores. Neste contexto, os avultados prejuízos gerados em virtude de informações falsas provenientes das sociedades de notação de risco revelam a necessidade de instituir um regime de responsabilidade civil que incida sobre essas entidades e tutele os interesses dos investidores.

Pudemos comprovar que essa responsabilidade, que muito em breve poderá ser expressamente consagrada no ordenamento jurídico português, coloca diversas questões ao nível do direito vigente, uma vez que se move nos terrenos pantanosos da responsabilidade por informações e da ressarcibilidade dos danos puramente patrimoniais de terceiros.

Neste contexto, entendemos que, face ao regime atual, é possível encontrar amparo para pretensões indemnizatórias dos investidores junto da figura aquiliana da responsabilidade por violação de normas de proteção, bem como do conteúdo delitual da proibição de condutas abusivas.

¹⁴⁸ Naturalmente, desde que se possa entender que a CRA intencionou, com a emissão da notação de risco de crédito, influenciar ou condicionar opções alheias. Assim, *vd.* CARNEIRO DA FRADA – *ob. cit.*, p. 744 e, , MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores»... *ob. cit.*, p. 26 ss.

Paralelamente, a responsabilidade civil das agências de *rating* pode ser inserida no espaço das categorias em relação às quais se tem falado de uma *terceira via* de responsabilidade civil, designadamente o instituto da *culpa in contrahendo* ou mesmo o tratamento autónomo da proteção da confiança legítima.

A conveniência desta tutela e os desafios que ela levanta no âmbito do direito nacional foram o móbil do nosso estudo. Sendo certo que a *loquacitas* estava *a priori* limitada, cremos ter enunciado os principais problemas jurídicos que cumpria referir e ensaiado, ainda que brevemente, as soluções mais avisadas para a questão em apreço.

Porto, 28 de Dezembro de 2011,

Manuel Sá Martins

Bibliografia

- ALBA FERNÁNDEZ, MANUEL & RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, TERESA – «Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», *RDBB*, N.º 120, 2010, p. 141-177
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE – *Contratos, I – Conceito. Fontes. Formação*, 4.ª ed., Coimbra: Almedina, 2008
- ALMEIDA, MARGARIDA AZEVEDO DE – «A responsabilidade civil do banqueiro perante os credores da empresa financiada», *Studia Iuridica*, N.º 75, Coimbra, 2003
- ALMEIDA, MARGARIDA AZEVEDO DE – «A Responsabilidade Civil perante os Investidores por Realização Defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco», *Cad.MVM*, N.º 36, 2010, p. 9-31
- ANDRADE, MANUEL DOMINGUES DE – *Teoria Geral das Obrigações*, 3.ª ed., Coimbra: Almedina, 1966
- ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA – *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra: Almedina, 2009
- AREZKI, RABAH / CANDELON, BERTRAND & SY, AMADOU N. R. – *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, 2011
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA – «A Acção Popular e a Protecção do Investidor», *Cad.MVM*, N.º 11, 2001, p. 1-11
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA – «A protecção do investidor», *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, 2003, p. 13-40
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA – *Direito Civil/Teoria Geral*, Vol. II. *Acções e factos jurídicos*, 2.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra, 2003
- AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS – *La notation en matière de titrisation*, janeiro de 2006
http://www.amf-france.org/documents/general/6476_1.pdf
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, janeiro de 2005
<http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf>

- BARBOSA, NUNO – *Competência das Assembleias de Obrigacionistas*, Coimbra: Almedina, 2002
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION – *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, agosto de 2000
http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf
- BLAUROCK, UWE – «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies» *EJCL*, Vol. 11, N.º 3, 2007
<http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>
- BUSSANI, MAURO – *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, 2011
<http://ssrn.com/abstract=1515285>
- CABRAL, RITA AMARAL – «A responsabilidade por prospecto e a responsabilidade pré-contratual. Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993», *ROA*, Ano 55, janeiro de 1995, p. 191-223
- CABRAL, RITA AMARAL – «A Tutela Delitual do Direito de Crédito», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora: Coimbra, 2001, p. 1025-1053
- CÂMARA, PAULO – «Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários», *Cad.MVM*, N.º 2, 1998, p. 81-92
- CÂMARA, PAULO – «Regulação e Valores Mobiliários», *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 127-186
- CANARIS, CLAUS-WILHELM – «Autoria e participação na culpa in contrahendo», trad. de RAÚL GUICHARD ALVES, *RDE* N.º 16-19, 1990-1993, p. 5-42
- CANARIS, CLAUS-WILHELM – «Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten», *Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag*, Munique: Beck, 1983, p. 27-110
- CANOTILHO, J. J. GOMES & MOREIRA, VITAL – *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Vol. I, 4.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2007
- CANTOR, RICHARD & PACKER, FRANCK – «Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings», *Economic Policy Review*, Vol. 2, N.º 2, 1996, p. 37-54
<http://ssrn.com/abstract=1028774>
- CARVALHO, ORLANDO DE – *Teoria Geral do Direito Civil/Sumários desenvolvidos para uso dos alunos do 2.º ano Jurídico de 1980/81*, ed. policopiada, Coimbra, 1981

- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE – «A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários», *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, p. 333-347
- CATARINO, LUÍS GUILHERME – *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros. Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010
- CESR – *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, março de 2005
<http://www.esma.europa.eu/page/CRA-documents>
- CESR – *The role of credit rating agencies in structured finance. Consultation paper*, fevereiro de 2008
http://www.esma.europa.eu/system/files/08_036.pdf
- CHAPUT, IVES – «Contrôle et Responsabilité de la notation financière: les agences de rating en droit français», *RIDC*, Ano 58, N.º 2, 2006, p. 493-502
- COFFEE, JOHN C. – *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, 2002
<http://ssrn.com/abstract=325240>
- COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment – Commission Staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Bruxelas, 2008
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
- COMISSÃO EUROPEIA – *Impact Assessment. Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, Bruxelas, 2011
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
- COMISSÃO EUROPEIA – *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, novembro de 2010
http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coleção Teses, 4.ª reimp., Coimbra: Almedina, 2011
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – «Do abuso do direito: estado das questões e perspectivas», *ROA*, Ano 65, Vol. II, Setembro de 2005, p. 327-385
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – «Eficácia externa dos créditos e abuso de direito», *OD*, Ano 141, I, 2009, p. 29-108

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – «Eficácia externa: novas reflexões», *OD*, Ano 141, IV, 2009, p. 779-799
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Direito das Obrigações*, 2.º Vol., reimp., Lisboa: AAFDL, 1994
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo I, Coimbra: Almedina, 2009
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo II, Coimbra: Almedina, 2010
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II. *Direito das Obrigações*, tomo III, Coimbra: Almedina, 2010
- CORREIA, ANTÓNIO DE ARRUDA FERRER & XAVIER, VASCO DA GAMA LOBO – «Efeito Externo das Obrigações; Abuso do Direito; Concorrência Desleal», *RDE*, Ano V, 1979, p. 3-19
- COSKUN, DENIZ – «Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept», *JBR*, Vol. 9, N.º 4, 2008, p. 264-283
- COSKUN, DENIZ – «Supervision of Credit Rating Agencies: The Role of Credit Rating Agencies in Finance Decisions», *JIBLR*, Vol. 24, N.º 5, 2009, p. 252-261
- COSTA, MARIANA FONTES DA – «O dever pré-contratual de informação», *RFDUP*, Vol. 4, 2007, p. 367-394
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA – «A eficácia externa das obrigações. Entendimento da doutrina clássica», *RLJ*, Ano 135.º, 2006, p. 130-136
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA – *Direito das Obrigações*, 12.ª ed., Coimbra: Almedina, 2009
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA – *Responsabilidade civil pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato*, Coimbra: Coimbra Editora, 1984
- COURET, ALAIN – «Les agences de notation: observations sur un angle mort de la réglementation», *Revue des Sociétés*, Ano 121, N.º 4, 2003, p. 765-778
- DEATS, CALEB M. – «Talk that isn't cheap: does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation?», *CLR*, Vol. 110, 2010, p. 1818-1864

- DEB, PRAGYAN / MANNING, MARK / MURPHY, GARETH / PENALVER, ADRIAN & TOTH, ARON – *Whither the credit ratings industry? – Financial Stability Paper N.º 9*, (Bank of England), 2011
http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/fs_paper09.pdf
- DUFFHUES, PIET J. W. & WETERINGS, WIM – *The Quality of Credit Ratings and Liability: The Dutch View*, 2010
<http://ssrn.com/abstract=1689868>
- EKINS, EMILY / CALABRIA, MARK A. & BROWN, CALEB O. – *Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies*, 2011
<http://ssrn.com/abstract=1902320>
- FACCI, GIOVANNI – «Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte», *Contratto e Impresa*, N.º 1, 2008
<http://www.ilcaso.it/opinioni/99-facci-26-03-08.pdf>
- FARIA, JORGE RIBEIRO DE – *Direito das Obrigações*, Vol. I, Coimbra: Almedina, 1990
- FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION – *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, janeiro de 2011
<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/content-detail.html>
- FINANCIAL STABILITY FORUM – *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, abril de 2008
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA – «Contrato e Deveres de Protecção», *Separata do BFDUC*, 1994
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA – «O problema e os limites da responsabilidade dos auditores», *DJ*, N.º 16, tomo 1, 2002, p. 159-169
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA – *Direito Civil. Responsabilidade Civil – O Método do Caso*, Coimbra: Almedina, 2006
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA – *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil. Coleção Teses*, Coimbra: Almedina, 2004
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA – *Uma «Terceira Via» no Direito da Responsabilidade Civil?*, Coimbra: Almedina, 1997
- FULGHIERI, PAOLO / STROBL, GÜNTER & XIA, HAN – *The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings*, 2010
<http://ssrn.com/abstract=1572059>

- GOMES, JOSÉ FERREIRA – «Responsabilidade Civil dos Auditores», *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2008, p. 343-425
- GUEDES, AGOSTINHO CARDOSO – «A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil», *RDE*, Ano XIV, 1988, p. 135-165
- HABERSACK, MATTHIAS – «Rechtsfragen des Emittenten-Ratings», *ZHR*, N.º 169, 2005, p. 185-211
- HILL, CLAIRE A. – «Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?», *U. Pitt. L. Rev.*, Vol. 71, 2010, p. 585-608
- HÖRSTER, HEINRICH EWALD – «Esboço esquemático sobre a responsabilidade civil de acordo com as regras do Código Civil», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 323-338.
- HÖRSTER, HEINRICH EWALD – *A Parte Geral do Código Civil Português. Teoria Geral do Direito Civil*, reimp, Coimbra: Almedina, 2011
- HUNT, JOHN PATRICK – «Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement», *CBLR*, N.º 1, 2009
http://works.bepress.com/john_hunt/1/
- IOSCO – *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, setembro de 2003
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>
- IOSCO – *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets. Final Report*, maio de 2008
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs%20Iosco/Documents/RelIOSCOsobrePapelCRAMercProdEstrut.pdf>
- JONES, RACHEL – «The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies», *Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, N.º 1, 2010, p. 201-231
- JORGE, FERNANDO PESSOA – *Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil*, reimp., Coimbra: Almedina, 1999
- JÚNIOR, E. SANTOS – *Da responsabilidade civil de terceiro por lesão do direito de crédito*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2003
- LANGOHR, HERWIG & LANGOHR, PATRICIA – *The rating agencies and their credit ratings. What they are, how they work and why they are relevant*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2008

- LANNON, KAREL – «What reforms for the credit rating industry? A European perspective», *ECMI Policy Brief*, N.º 17, 2010
<http://www.ceps.be/book/what-reforms-credit-rating-industry-european-perspective>
- LEITÃO, ADELAIDE MENEZES – *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2009
- LEITÃO, LUÍS MENEZES – «A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada», *ROA*, 2005, Ano 65, Vol. III, p. 663-675
- LEITÃO, LUÍS MENEZES – *Direito das Obrigações*, Vol. I – *Introdução. Da Constituição das Obrigações*, 9.ª ed., Coimbra: Almedina, 2010
- LIMA, FERNANDO ANDRADE PIRES DE & VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES – *Código Civil Anotado*, Vol. I, 4.ª ed. Reimp., Coimbra, 2011
- LOSADA LÓPEZ, RAMIRO – *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Monografía N.º 34, CNMV, 2009
http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf
- LUPICA, LOIS R. – «Credit Rating Agencies, Structured Securities, and the Way Out of the Abyss», *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28, 2008
<http://ssrn.com/abstract=1605222>
- MACEY, JONATHAN R. – «The Politicization of American Corporate Governance», *Va. L. & Bus. Rev.*, Vol. 1, N.º 1, 2006, p. 10-54
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA – «A Cláusula do Razoável», *RLJ*, N.º 120, 1987-88, p. 161-164
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA – «Tutela da confiança e venire contra factum proprium», *Obra Dispersa I*, Braga, 1991, p. 345-423
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra: Almedina, 2011
- MARTINEZ, PEDRO ROMANO – *Cumprimento Defeituoso em Especial na Compra e Venda e na Empreitada*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2001
- MATOS, FILIPE ALBUQUERQUE – *Responsabilidade Civil por Ofensa ao Crédito ou ao Bom Nome*. Coleção Teses, Coimbra, Almedina, 2011
- MATOS, INÊS SERRANO DE – *Os mecanismos de tutela colectiva dos investidores em sociedades anónimas cotadas na bolsa de valores. Da acção popular*, Dissertação de Mestrado apresentada na Escola de Direito do Porto da Universidade Católica Portuguesa, 2011

- MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO – *Cláusulas Limitativas e de Exclusão de Responsabilidade Civil*, reimp., Coimbra: Almedina, 2011
- MONTEIRO, JORGE SINDE – «Responsabilidade Delitual. Da Ilicitude», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 453-481
- MONTEIRO, JORGE SINDE – «Responsabilidade por Informações face a Terceiros», *BFDUC*, N.º 73, 1997, p. 35-60
- MONTEIRO, JORGE SINDE – *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 1989
- MORALEJO MENÉNDEZ, IGNACIO– «La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los Mercados Financieros. Las NRSRO», *RDBB*, N.º 119, Año XXIX, 2010, p. 53-108
- NAGY, THERESA – «Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation», *Minn. L. Rev.*, Vol. 94, 2009, p. 140-167
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA – *Questão-de-facto – Questão-de-direito ou O Problema Metodológico da Juridicidade*, I – *A Crise*, Coimbra: Almedina, 1967
- OLIVEIRA, NUNO MANUEL PINTO – «Sobre o conceito de ilicitude do art. 483.º do Código Civil», *Estudos em homenagem a Francisco José Velozo*, Braga: Universidade do Minho/Associação Jurídica de Braga, 2002, p. 521-544
- PARTNOY, FRANK – «The Siskel and Ebert of Financial Markets? two thumbs down for the Credit Rating Agencies», *Wash. U. L. Q.*, Vol. 77, N.º 3, 1999, p. 619-714
- PARTNOY, FRANK – *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, 2009
<http://ssrn.com/abstract=1430608>
- PAVLOS, MARIS – *The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead*, 2009
<http://ssrn.com/abstract=1434504>
- PINA, CARLOS COSTA – *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999
- PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA – *Cessão da Posição Contratual*. Coleção Teses, reimp., Coimbra: Almedina, 2003

- PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA – «A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos», *BFDUC*, suplemento 14, 1966, p. 143-251
- PRATA, ANA – *Cláusulas de Exclusão e Limitação da Responsabilidade Contratual*, reimp., Coimbra: Almedina, 2005
- PRATA, ANA – *Notas Sobre Responsabilidade Pré-Contratual*, Coimbra: Almedina, 2002
- PRESTI, GAETANO – «Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione», *Jus: rivista di scienze giuridiche*, Vol. 56, N.º 1, 2009, p. 65-105
- PRICEWATERHOUSECOOPERS – *A Closer Look. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Impact on Credit Rating Agencies*, setembro de 2010
<http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/closer-look-series.jhtml>
- PROENÇA, JOSÉ CARLOS BRANDÃO – *A conduta do lesado como pressuposto e critério de imputação do dano extracontratual*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 1997
- PROENÇA, JOSÉ CARLOS BRANDÃO – *Lições de cumprimento e não cumprimento das obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011
- REISS, DAVID J. – «Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market», *Fla. St. U. L. Rev.*, Vol. 33, 2006, p. 985-1065
- RIBEIRO, JOAQUIM DE SOUSA – «Responsabilidade pré-contratual – Breves anotações sobre a natureza e o regime», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 745-767
- RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA – «O capital social das sociedades por quotas e o problema da subcapitalização material», *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 43-84
- RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO – *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2001
- ROUSSEAU, STÉPHANIE – *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: the long and winding road toward accountability*, 2009
<http://ssrn.com/abstract=1456708>
- SÁ, FERNANDO AUGUSTO CUNHA DE – *Abuso do Direito*, Coimbra: Almedina, 2005
- SANTOS, DELFIM VIDAL – «As agências de notação de risco e a crise financeira planetária», *RDS (III)*, N.º 1, 2011, p. 137-168

- SANTOS, HUGO MOREDO – «A notação de risco e os conflitos de interesses», *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro. Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra: Almedina, 2010, p. 471-563
- SCARONI, CLEMENTINA – «La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori», *Contratto e Impresa*. N.º 3, 2011, p. 764-832
- SCHMIDT, JÜRGEN – ««Sonderverbindungen» - Eine Problemskizze», *Gedächtnisschrift für Dietrich Schultz*, Colónia: Heymanns, 1987, p. 341-375
- SCHWARCZ, STEVEN L. – «Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox», *U. Ill. L. Rev.*, N.º 1, 2002
<http://ssrn.com/abstract=267273>
- SCHWEINITZ, OLIVER VON – *Rating Agencies: Their Business, Regulation and Liability under U.S., U.K. and German Law*, Bloomington: Unlimited Publishing, 2007
- SENN, MYRIAM & TRIGO ANDRADE, RITA – *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*, 2006
<http://www2.law.uu.nl/priv/aidc/PDF%20files%5CIIIA1%5CIIIA1%20-%20Switzerland.pdf>
- SERRA, ADRIANO VAZ – «Abuso do direito (em matéria de responsabilidade civil)», *BMJ*, N.º 85, 1959, p. 243-343
- SERRA, ADRIANO VAZ – «Requisitos da responsabilidade civil», *BMJ*, N.º 92, 1960, p. 37-136
- SERRA, ADRIANO VAZ – «Responsabilidade de terceiros no não-cumprimento de obrigações», *BMJ*, N.º 85, 1959, p. 345-360
- SHIN, HYEON TAK – *Legal Liabilities of Credit Rating Agencies in Structured Finance: Based upon the Business Ethics for Investor Protection*, Dissertação de Doutoramento apresentada na Berkeley School of Law, 2009
<http://ssrn.com/abstract=1549225>
- SILVA, EVA SÓNIA MOREIRA DA – «Algumas notas sobre a reforma do BGB no âmbito da responsabilidade pré-contratual: o § 311», *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2009, p. 869-889
- SILVA, EVA SÓNIA MOREIRA DA – *As Relações entre a Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo). O Caso da Indução Negligente em Erro*. Coleção Teses, Coimbra: Almedina, 2010
- SILVA, EVA SÓNIA MOREIRA DA – *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação*, reimp., Coimbra: Almedina, 2006

- SILVA, EVA SÓNIA MOREIRA DA – «O Ónus da Prova na Responsabilidade Pré-Contratual por Violação de Deveres de Informação», *Estudos em Comemoração do Décimo Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, 2004, p. 281-296
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA – *Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2005
- SILVA, MANUEL GOMES DA & CABRAL, RITA AMARAL – «Responsabilidade pré-contratual», *OD*, N.º 127, 1995, p. 439-461
- SOUSA, MIGUEL TEIXEIRA DE – *A Legitimidade Popular na Tutela dos Interesses Difusos*, Lisboa: Lex, 2003
- TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO – *Direito das Obrigações*, 7.ª ed., reimp., Coimbra: Coimbra Editora, 2010
- TERRINHA, LUÍS HELENO – «Da Responsabilidade Civil do Terceiro Interferente (Estudo de Direito Comparado sobre a interferência lesiva com uma relação contratual)», com versão sumária publicada in *JusJornal*, N.º 1308, 2011
- THE DE LAROSIÈRE GROUP – *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, fevereiro de 2009
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- TUCH, ANDREW – «Multiple Gatekeepers», *Va. L. Rev.*, Vol. 96, 2010, p. 1583-1672
- UNCTAD – *Trade and Development Report 2011: Post-Crisis Policy Challenges in the World Economy*, setembro de 2011
<http://www.unctad.org/templates/WebFlyer.asp?intItemID=6060&lang=1>
- UTZIG, SIEGFRIED – *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, 2010
<http://ssrn.com/abstract=1592834>
- VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES – *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 10.ª ed., Coimbra: Almedina, 2011
- VASCONCELOS, MARIA PESTANA DE – «Algumas questões sobre a ressarcibilidade delitual de danos patrimoniais puros no ordenamento jurídico português», *Novas Tendências da Responsabilidade Civil*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 147-206
- VICENTE, DÁRIO MOURA – «Culpa na formação dos contratos», *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Vol. III. *Direito das Obrigações*, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 265-284

- WILDMOSER, GERHARD / SCHIFFER, K. JAN & LANGOTH, BERND – «Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?», *RIW*, (10), Vol. 55, 2009, p. 657-668
- WYMEERSCH, EDDY & KRUITHOF, MARC – *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, 2006
<http://ssrn.com/abstract=894820>
- ZHANG, SISI – *Legal Liability of U.S. Credit Rating Agencies under Section 11 of the Securities Act: the Long and Winding Road toward accountability*, Tese de Mestrado apresentada na Universidade de Toronto, 2010
<http://hdl.handle.net/1807/25537>