

## AS LISTAS DE INICIADOS E AS AGÊNCIAS DE RATING

ANA SÁ COUTO  
Advogada (\*)

«The rating agencies are the paper investing world's equivalent of an air traffic control system»<sup>1</sup>

### INTRODUÇÃO

Em épocas de crise nos mercados financeiros como a que vivemos no presente momento, as atenções viram-se necessariamente para o papel dos diferentes agentes do mercado, cuja actuação é susceptível de influenciar, de uma maneira ou de outra, o seu regular funcionamento.

Entre outros, as empresas de notação do risco de crédito (vulgarmente conhecidas e doravante designadas por agências de *rating*) assumem lugar de destaque. A este propósito, a Comissão Europeia refere na sua Comunicação sobre as Agências de Notação (Comunicação CE) que estas «desempenham uma função essencial nos mercados bancários e dos valores mobiliários a nível mundial.»<sup>2</sup>, opinião partilhada e manifestada publicamente por diversos outros organismos e instituições.

A importância crescente das agências de *rating*, revela-se tanto ao nível dos investidores e da tomada de decisões de investimento, como ao nível dos emitentes, condicionando fortemente a colocação dos instrumentos financeiros sobre os quais emitem parecer e influenciando, com impacto por vezes material, os custos de angariação de capital das empresas. Para este efeito, tem igualmente contribuído de modo significativo, o estabelecimento de requisitos regulamentares determinados pelas notações de risco de crédito atribuídas.

Um dos temas que ganha particular actualidade neste contexto e que adiante abordaremos com maior detalhe, respeita ao acesso, pelas agências de *rating*, a informações privilegiadas relativas às empresas.

Os contornos desta questão, que mereceu tratamento expresso no código dos princípios fundamentais de conduta das agências de *rating* elaborado pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários<sup>3</sup> (Código IOSCO), haviam sido anteriormente enunciados em diversas iniciativas dos organismos competentes, quer a nível europeu, nomeadamente na Resolução do Parlamento Europeu (Fevereiro de 2004) sobre a função e os métodos das agências de *rating*<sup>4</sup>, quer a nível global, em particular nos Estados Unidos da América, país cuja experiência nesta matéria, como noutros domínios do mercado de capitais, é amplamente considerado como *benchmark*.

(\*) Del Area de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Lisboa).

<sup>1</sup> Alex Wallenwein, *The Coming Collapse of International Credit Ratings*, 2008.

<sup>2</sup> Comunicação 2006/C 59/02 publicada no JO C59 de 11.3.2006.

<sup>3</sup> Disponível para consulta em [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>4</sup> Resolução do Parlamento Europeu 2003/2081 (INI), publicada no JO C97E de 22.04.2004, página 117 ss.

No quadro normativo europeu aplicável às agências de *rating*, o acesso a informação privilegiada foi objecto de tratamento específico na Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (*Directiva do Abuso de Mercado*).

As listas de iniciados surgem, neste contexto, como uma das principais medidas destinadas a prevenir o abuso de mercado<sup>5</sup>, com o fim último de proteger a sua integridade.

### A DIRECTIVA DO ABUSO DE MERCADO

A Directiva do Abuso de Mercado visou, no essencial, dar resposta à necessidade de assegurar uma maior coerência da legislação relativa à prevenção e combate ao abuso de mercado, inserida no Plano de Acção para os Serviços Financeiros.

Da exposição de motivos constante dos seus Considerandos, destacam-se<sup>1</sup> a necessidade de adoptar regras conjuntas para combater tanto o abuso de informação privilegiada como a manipulação de mercado, de molde a garantir a coerência do sistema<sup>2</sup>, a necessidade de evitar lacunas legislativas que permitam a prática de actos injustificados e que afectem a confiança do público<sup>3</sup>, a necessidade da divulgação rápida e leal da informação ao público e<sup>4</sup> a imposição de uma maior transparência das transacções efectuadas pelas pessoas com responsabilidades de direcção nos emitentes e entidades com elas relacionadas.

Assinala-se também a novidade protagonizada pela Directiva do Abuso de Mercado no quadro normativo europeu, tendo sido pioneira na aplicação do procedimento legislativo comunitário comumente conhecido por processo *Lamfalussy*<sup>6</sup>, que consubs-

tancia a existência de quatro níveis no esquema de regulamentação, a saber: os instrumentos jurídicos de nível 1 —entre os quais se insere a Directiva de Abuso de Mercado— que consagram os princípios e regras gerais do regime legal em causa; as normas de execução desses princípios (plasmadas em directivas e regulamentos), que concretizam o núcleo base das medidas de nível 2; as iniciativas de nível 3, destinadas a assegurar a uniformidade da transposição das disposições comunitárias para o direito interno dos Estados-Membros, envolvendo a cooperação das autoridades de supervisão nacionais entre si, os Estados-Membros e a Comissão Europeia, e a emissão de recomendações e pareceres pelas instâncias de cooperação supra-nacionais; e, por último, o nível 4, traduzido na vigilância e reforço, pela Comissão, da boa transposição e aplicação do Direito comunitário, a par da monitorização da eficácia do procedimento de regulamentação no seu conjunto.

No que se refere à Directiva do Abuso de Mercado, as medidas de nível 2 foram consagradas (i) na Directiva 2003/124/CE da Comissão de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de execução da Directiva do Abuso de Mercado no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado (*Directiva 2003/124/CE*), (ii) na Directiva 2003/125/CE da Comissão de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de execução da Directiva do Abuso de Mercado no que diz respeito à apresentação imparcial de recomendações de investimento e à divulgação de conflitos de interesses (*Directiva 2003/125/CE*), (iii) no Regulamento (CE) n.º 2273/2003 da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de execução da Directiva do Abuso de Mercado no que diz respeito às derrogações para os

5 Como refere Helena Bolina: «Não obstante a directiva fazer referência, no seu título, a «abuso de mercado», este não constitui qualquer conceito com autonomia relativamente aos conceitos já existentes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado. (...) Todavia, ao agregar ambos os conceitos sob a mesma designação, a directiva vem assumir expressamente a ideia de que ambos os tipos de conduta são danosas para o mercado e que em ambos os casos o que se visa proteger através das proibições é a integridade do mercado.», in «A Manipulação de Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Directiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE)», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Agosto de 2004, núm. 18, págs. 48 ss.

6 A designação processo *Lamfalussy* foi atribuída por referência a Alexandre Lamfalussy, presidente do Comité de Sábios criado na sequência do Conselho ECOFIN (de 17 de Julho de 2000)

com o fim de efectuar um diagnóstico do processo de transposição e aplicação do direito comunitário ao nível dos Estados-Membros, estudar e propor os métodos de adequação do enquadramento regulamentar e respectiva transposição ao desenvolvimento dos mercados, procurando ainda assegurar a convergência de soluções e a cooperação das autoridades envolvidas no processo de implementação das disposições comunitárias. O procedimento *Lamfalussy* atribui especial relevância ao papel dos comités, cuja constituição e funcionamento obedecem ao disposto na Decisão Comitologia (Decisão do Conselho de 28 de Junho de 1999, que estabeleceu as regras de exercício das competências de execução atribuídas à Comissão, alterada pela Decisão do Conselho 2006/512/CE, de 17 de Julho de 2006). Acerca do surgimento e aplicação do processo *Lamfalussy* veja-se, entre outros, José Brito Antunes, «Notas Pessoais sobre o processo *Lamfalussy*», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Agosto de 2004, núm. 18, págs. 48 ss.

programas de recompra e para as operações de estabilização de instrumentos financeiros (*Regulamento (CE) 2273/2003*) e, finalmente, (iv) na Directiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de Abril de 2004, relativa às modalidades de execução da Directiva do Abuso de Mercado no que diz respeito às práticas de mercado aceites, à definição de informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, à elaboração de listas de iniciados, à notificação de operações efectuadas por pessoas com responsabilidades directivas e à notificação de operações suspeitas (*Directiva 2004/72/CE*).

Note-se que, com excepção das disposições de nível 2 consagradas no Regulamento (CE) 2273/2003 susceptíveis de aplicação directa, as regras estabelecidas na Directiva do Abuso de Mercado e nas directivas de nível 2 acima identificadas, exigiram a adopção de medidas legislativas de transposição, ao nível do direito interno dos Estados-Membros. No caso português, essas medidas resultaram na aprovação do Decreto-Lei n.º 52/2006 (*DL 52/2006*), de 15 de Março, que alterou o Código dos Valores Mobiliários (*Cód.VM*).

Na sequência da aprovação do DL 52/2006, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) emitiu, em Maio de 2006, um conjunto de entendimentos relativos ao dever legal de divulgação de informação privilegiada pelos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado<sup>7</sup>. Já em 2008, a CMVM promoveu e submeteu a consulta pública, uma série de medidas sobre prevenção e combate do abuso de mercado, com o objectivo de aperfeiçoar a sua eficácia, as quais resultaram na adopção de um conjunto de novos entendimentos, recomendações e outras iniciativas neste domínio<sup>8</sup>.

## AS LISTAS DE INICIADOS

No seio das medidas preventivas estabelecidas na Directiva do Abuso de Mercado, surgem as listas de

iniciados (também conhecidas por listas de *insiders*), com o propósito fundamental de controlar o fluxo de informação privilegiada<sup>9</sup> e, nessa medida, proteger a integridade do mercado.

As listas de iniciados revelam-se, assim, um importante instrumento para o controlo, pelos emitentes, da manutenção da confidencialidade da informação, e, pelas autoridades de supervisão, relativamente à aplicação da legislação de prevenção e combate ao abuso de mercado. Sendo certo que, o acesso a informação privilegiada por uma determinada pessoa não a exime de se abster da prática de actos que consubstanciem abuso de mercado.

A regra base de existência das listas de iniciados resulta do disposto no artigo 6.º, número 3 da Directiva do Abuso de Mercado, nos termos do qual «os Estados-Membros devem exigir que os emitentes, ou as pessoas que actuam em seu nome ou por sua conta, elaborem uma lista de pessoas que para eles trabalham, quer ao abrigo de um contrato de trabalho, quer de outro regime, e que têm acesso a informação privilegiada. Os emitentes e as pessoas que actuam em seu nome ou por sua conta devem actualizar regularmente esta lista e transmiti-la à autoridade competente sempre que esta última o solicite.»

O artigo 5.º da Directiva 2004/72/CE<sup>10</sup> consagra as respectivas normas de execução (Nível 2), estabe-

<sup>9</sup> O conceito de informação privilegiada foi consagrado no art. 1.º da Directiva do Abuso de Mercado.

<sup>10</sup> Artigo 5.º da Directiva 2004/72/CE: «1. Para efeitos de aplicação do n.º 3, terceiro parágrafo, do artigo 6.º da Directiva 2003/6/CE, os Estados-Membros devem assegurar que as listas de iniciados incluam todas as pessoas abrangidas por esse artigo que tenham acesso, de forma regular ou ocasional, à informação privilegiada relativa, directa ou indirectamente, ao emitente.

2. As listas de iniciados devem conter pelo menos: a) A identidade das pessoas com acesso à informação privilegiada; b) Os motivos pelos quais essas pessoas constam da lista; c) A data de elaboração e de actualização da lista de iniciados.

3. As listas de iniciados devem ser imediatamente actualizadas: a) Sempre que ocorrer uma alteração dos motivos pelos quais uma pessoa se encontra inscrita na lista; b) Sempre que for admitida uma nova pessoa à lista; c) Para indicar tal facto, sempre que e quando uma pessoa já incluída na lista deixar de ter acesso à informação privilegiada.

4. Os Estados-Membros devem assegurar que as listas de iniciados serão mantidas durante, pelo menos, cinco anos após a sua elaboração ou actualização.

5. Os Estados-Membros devem assegurar que as pessoas encarregadas de elaborar listas de iniciados tomarão as medidas adequadas para garantir que qualquer pessoa dessa lista com acesso à informação privilegiada tenha conhecimento das obrigações jurídicas e regulamentares que tal implica e esteja devidamente sensibilizada para as sanções a que pode estar sujeita no caso de utilização abusiva ou de divulgação indevida dessa informação.»

<sup>7</sup> Disponíveis para consulta no sítio na internet da CMVM: <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/508973AE-B6B5-42F9-91A1-D21CFA99C4D4/8028/entendimento.pdf>

<sup>8</sup> Os documentos elaborados e divulgados pela CMVM no contexto destas iniciativas encontram-se igualmente disponíveis no sítio na Internet da CMVM: <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/D8FA571F-6A88-4D93-B3E8-3053070E5FDB.htm>. Sobre a natureza e efeitos das recomendações emitidas pela CMVM, veja-se Frederico de Lacerda da Costa Pinto e Alexandre Brandão da Veiga: «Natureza, limites e Efeitos das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Dezembro de 2001, n.º 12, pág. 57 ss.

lecendo a obrigatoriedade de as listas de iniciados incluírem todas as pessoas (abrangidas pelo mencionado artigo 6.º, número 3, da Directiva do Abuso de Mercado) que tenham acesso, de forma regular ou ocasional, à informação privilegiada relativa, directa ou indirectamente, ao emitente. O artigo 5.º da Directiva 2004/72/CE dispõe ainda sobre os elementos que devem constar das listas de iniciados e as regras a que deverá obedecer a sua conservação e actualização, impondo também a adopção, pelas pessoas encarregadas de elaborar listas de iniciados, de medidas adequadas para garantir que qualquer pessoa incluída nessa lista com acesso a informação privilegiada tenha conhecimento das obrigações jurídicas e regulamentares que tal implica e esteja devidamente sensibilizada para as sanções a que pode estar sujeita no caso de utilização abusiva ou de divulgação indevida dessa informação.

A transposição desta medida preventiva para o direito interno dos Estados-Membros mereceu diferentes abordagens, algumas delas envolvendo a aprovação de regras complementares<sup>11</sup>. No direito nacional, a elaboração de listas de iniciados e o cumprimento das obrigações acima enunciadas, são regulados pelo disposto nos números 6 e 7 do artigo 248.º do Cód.VM, com a redacção introduzida pelo DL 52/2006<sup>12</sup>.

### AS AGÊNCIAS DE RATING

Conforme referimos anteriormente, as agências de *rating* fazem parte do núcleo de operadores do mercado a quem compete zelar pela integridade do sistema financeiro e pela manutenção da confiança dos investidores.

Nessa medida, o comportamento das agências de *rating* e a respectiva influência no normal desenvolvimento do mercado, têm sido acompanhados de modo regular pelas autoridades competentes, tanto na Europa como nos Estados Unidos da América. Em diversos momentos, essa monitorização surgiu (e estima-se que assim continue a suceder) na sequência de acontecimentos que abalaram negativamente o mercado de capitais e, em face dos quais, o padrão de actuação e a posição assumida pelas agências de *rating* previamente à sua ocorrência foram questionados. Assim sucedeu, em 2002, na sequência do colapso da Enron Corporation e da WorldCom, novamente em 2004, após o caso Parmalat, e mais recentemente —em 2007— com o despoletar da crise do crédito hipotecário de alto risco (*subprime*) iniciada nos Estados Unidos da América<sup>13</sup>.

### ACESSO A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA PELAS AGÊNCIAS DE RATING

As notações de risco de crédito envolvem frequentemente o acesso e tratamento, pelas agências de *rating*, de informação privilegiada relativa aos emitentes.

Esta circunstância suscita a necessidade de prevenir o uso da informação privilegiada pelas agências de *rating* fora do exercício da sua actividade específica —designadamente quando essa utilização seja susceptível de envolver a prática de actos que consubstanciem abuso de mercado— e de acautelar a manutenção da confidencialidade dessa mesma informação.

Como atrás referimos, ao nível do direito comunitário, o tratamento jurídico do acesso a informação privilegiada pelas agências de *rating* encontra acolhimento na Directiva do Abuso de Mercado (incluindo, para este efeito, as respectivas medidas de execução relevantes).

<sup>11</sup> Veja-se, a propósito, o Relatório sobre os poderes dos membros do CESR no âmbito da Directiva do Abuso de Mercado, Junho 2007, Ref.ª CESR: 07-380.

<sup>12</sup> Artigo 248.º do Cód.VM: «(...) 6 — Os emitentes e as pessoas que actuem em seu nome ou por sua conta elaboram e mantêm rigorosamente actualizada uma lista dos seus trabalhadores ou colaboradores, ao abrigo de contrato de trabalho ou de qualquer outro vínculo, que têm acesso, regular ou ocasional, a informação privilegiada, comunicando a essas pessoas a inclusão dos seus nomes na lista e as consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada. 7 — A lista prevista no número anterior contém a identidade das pessoas, os motivos pelos quais constam da lista, a data da mesma e qualquer actualização relevante, sendo conservada em arquivo pelos emitentes pelo prazo de cinco anos desde a última actualização e imediatamente remetida à CMVM, sempre que esta o solicitar.»

<sup>13</sup> Veja-se, entre outros: Report on the Activities of Credit Rating Agencies, Committee of the International Organization of Securities Commissions, Setembro 2003; Relatório sobre a função e os métodos das agências de notação de risco (2003/2018(INI)), Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu, Janeiro 2004; The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Maio 2008; Recommendations of the Securities Industry and Financial Markets Association – Credit Rating Agency Task Force, Julho 2008; Summary Report of Issues Identified in the Commissions Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies, United States Securities and Exchange Commission, Julho 2008.

Em particular no que concerne à obrigação de confidencialidade que impende sobre as agências de *rating*, esse enquadramento legal resulta exposto no artigo 6.º, número 3 da Directiva do Abuso de Mercado<sup>14</sup>. Conforme referido na Comunicação CE «Consequentemente, uma agência de notação ou um empregado que tenha acesso a informação privilegiada de qualquer tipo está proibido de a utilizar em qualquer operação. Além disso, está-lhe também vedada a divulgação dessa informação privilegiada a qualquer pessoa, excepto no curso normal da sua actividade, da sua profissão ou das suas funções.». Acrescenta, ainda, a Comunicação a este propósito que «Para além da questão do acesso à informação privilegiada do emitente, é possível que a própria agência de notação seja uma fonte de informação privilegiada, em especial quando tem acesso a informações do emitente não tornadas públicas. Isto significa que esta agência está proibida de utilizar a notação ainda não publicada para fins de transacções ou de comunicar esta informação a um terceiro, excepto no âmbito do exercício normal da sua actividade, da sua profissão ou das suas funções. Uma agência de notação seria de qualquer forma autorizada a comunicar de forma confidencial a um emitente uma notação cuja publicação está para breve, a fim de que este verifique a exactidão dos dados sobre a qual se baseia.»

O acesso a informação privilegiada pelas agências de *rating* é igualmente objecto de tratamento específico no Código IOSCO, aplicável a todas as agências de *rating*, independentemente do seu modelo organizativo e país de origem<sup>15</sup>. A Comissão sublinha na Comunicação CE, a necessidade de as agências de *rating* observarem as disposições do Código

<sup>14</sup> Artigo 6.º, número 3 da Directiva do Abuso de Mercado: «3. Quando um emitente, ou uma pessoa que actue em nome ou por conta deste, comunicar uma informação privilegiada a um terceiro no âmbito do exercício normal da sua actividade, da sua profissão ou das suas funções, nos termos da alínea a) do artigo 3.º, os Estados-Membros devem exigir que essa informação seja tornada pública de forma completa e efectiva, simultaneamente, no caso de uma comunicação intencional, e prontamente, no caso de uma comunicação não intencional.

As disposições do primeiro parágrafo não se aplicam se a pessoa que recebe a informação estiver sujeita a uma obrigação de confidencialidade, independentemente de essa obrigação se basear em lei, regulamento, estatuto ou contrato. (...)».

<sup>15</sup> Sobre os princípios de conduta relativos ao tratamento de informação confidencial, veja-se, em particular, a secção 3.B do Código IOSCO. A formulação do Código IOSCO obedece ao princípio «comply or explain». Em conformidade, as agências de *rating* deverão indicar nos respectivos códigos de conduta se e em que medida as disposições neles consagradas diferem do disposto no Código IOSCO, bem como de que forma esses desvios permitem, não obstante, alcançar os objectivos estabelecidos no referido Código.

IOSCO, desde que as mesmas não conflituem com as directivas comunitárias<sup>16</sup>.

## AS LISTAS DE INICIADOS E AS AGÊNCIAS DE *RATING*

Uma das questões debatidas a propósito das listas de iniciados, no âmbito do processo de aprovação das medidas de execução da Directiva do Abuso de Mercado que resultaram no texto da Directiva 2004/72/CE, respeita aos motivos para inclusão das pessoas com acesso a informação privilegiada nessas listas. Sem prejuízo de outros elementos constantes da lista de iniciados que permitam a sua identificação (v.g. indicação das funções desempenhadas no emitente ou pessoa obrigada à elaboração da lista), essa motivação implica uma referência ao tipo ou forma de acesso da pessoa em causa à informação privilegiada relevante.

Por outro lado, o universo de pessoas susceptíveis de integrar uma lista de iniciados é vasto e dependente da estrutura do emitente e demais pessoas obrigadas à sua elaboração, não se restringindo por natureza aos seus dirigentes.

No que se refere às agências de *rating*, a integração por estas das listas de iniciados e a exigência de que as mesmas elaborem uma lista das pessoas com acesso a informação privilegiada de um dado emitente resulta expressamente admitida pela Comissão Europeia na Comunicação CE.

## CONCLUSÃO

As agências de *rating* desempenham um papel fundamental na defesa e protecção da integridade do mercado de capitais. A sua importância neste domínio suscita um acompanhamento regular da respectiva conduta, conduzido pelas autoridades competentes, envolvendo a análise de diversos temas, incluindo o acesso das agências de *rating* a informações privilegiadas. O enquadramento jurídico desta questão encontra assento na Directiva do Abuso de Mercado. Na vertente preventiva do abuso de mercado que subjaz aquela Directiva, as listas de iniciados surgem como uma das medidas obrigatórias de manifesta utilidade. Na medida em que acedam a informação privilegiada, a pertinência da elaboração de listas de iniciados pelas agências de *rating* e a sua inclusão em documentos dessa natureza, surgem como consequência desse envolvimento.

<sup>16</sup> Note-se que o Código IOSCO não foi objecto de transposição para o direito interno dos Estados-Membros.