



NOTA INFORMATIVA

Índice:

I – Introdução

II – Análise

- A. Dados estatísticos referentes à subscrição de papel comercial GES**
- B. Da qualidade da informação prestada aos investidores de retalho:**
 - (i) Da qualidade da informação financeira da ESI
 - (ii) Da qualidade da informação financeira da Rioforte
- C. Dos vícios na comercialização do papel comercial**

III – Possíveis soluções

Lisboa, 08.07.2015

I – Introdução

1. O Conselho de Administração da CMVM (CA) delimitou três grandes áreas de atuação prioritárias relacionadas com a temática da situação dos investidores de retalho lesados pelo BES e/ou por outras entidades que integram o Grupo Espírito Santo (GES), incluindo a situação atual dos detentores de papel comercial, a saber:
 - (i) Estudo analítico das reclamações tratadas sobre papel comercial ESI/RIOFORTE;
 - (ii) Análise da informação financeira prestada aos investidores;
 - (iii) Análise das implicações jurídicas.
2. Nestes termos, procedeu-se inicialmente a uma **análise estatística preliminar das reclamações** relacionadas com este tema, entradas na CMVM, no período de 03.07.2014 a 21.05.2015 e posteriormente a **nova análise estatística**, desta feita considerando um universo mais abrangente, da qual resultou um **relatório estatístico** mais aprofundado – **ANEXO I**.
3. Procedeu-se igualmente à análise da informação financeira prestada aos investidores, tendo sido efetuada uma **análise comparativa das contas** da ESI apresentadas na nota informativa e depois de corrigidas em função da auditoria de finalidade especial da KPMG, bem como uma análise das contas da Rioforte apresentadas na nota informativa e corrigidas pelo impacto de: (i) alterações na estrutura de participações no GES entre dezembro de 2013 e abril de 2014; (ii) operação da PT (financiamento à Rioforte para empréstimo desta à ESI).
4. Quanto à **análise das implicações jurídicas**, em abril passado, a CMVM formalizou a sua posição suportada numa análise jurídica que foi transmitida primeiro ao Banco de Portugal (BdP) e, depois, ao Ministério das Finanças (MF) e à Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI).
5. Na presente nota informativa é pois feita uma análise sintética e conjugada do material estatístico apurado, da análise da informação financeira da ESI/Rioforte, dos vícios de comercialização detetados e da responsabilidade de pagamento pelo Novo Banco (NB) aos investidores não qualificados subscritores de papel comercial da ESI e da Rioforte, propondo-se *in fine* **possíveis soluções** com vista a uma resolução breve e equitativa da situação, designadamente, dos detentores de papel comercial emitido por entidades que integram o Grupo Espírito Santo (GES).

II – Análise

A. Estudo analítico das reclamações

6. Subsequentemente à aplicação da medida de resolução ao BES a CMVM tem vindo a receber inúmeras reclamações e pedidos de esclarecimento de investidores de retalho que subscreveram, de boa-fé, produtos financeiros, baseados em informações em que confiaram.
7. Com base na documentação recebida, nas alegações dos reclamantes e na recolha de informação junto do NB procedeu-se à análise estatística das **reclamações entradas na CMVM até ao dia 22.06.2015** (adiante, “universo de reclamações”), bem como à análise do **universo de papel comercial por reembolsar até à data**, ou seja, o universo de posições ainda vivas de papel comercial GES (adiante, “universo total”)¹.
8. A análise de ambos os universos ficou limitada aos **clientes não qualificados** e apenas do **BES** (adiante, “NB”), **BEST** e **BES Açores** (adiante, “NB Açores”), não se incluindo a Sucursal do Luxemburgo, bem como a Sucursal Financeira do Exterior.²
9. Por outro lado, nessa análise teve-se em consideração, em ambos os universos, apenas, os emitentes **ESI** e **Rioforte**, deixando-se fora deste âmbito, nomeadamente, a **ESPART**, **ESFIL** e **ES Irmãos**.
10. No “universo total” foram consideradas **2 084 posições** representativas de um montante total **432 050 000 €**, aferindo-se este dado a partir da informação constante dos sistemas de informação do NB.
11. Do total de posições analisadas (2 084), constata-se que em **54,7%** (correspondente a 26,4% do montante total das aplicações consideradas) dos casos os investidores subscreveram **100 000 € Euros** (valor mínimo de subscrição do papel comercial Rioforte e ESI) e **23,9%** (correspondente a 20,1% do montante total das aplicações consideradas) das subscrições foram de **valor superior a 100 000 € e igual ou inferior a 200 000 €**.

¹ A informação recolhida junto do NB foi utilizada para colmatar lacunas de informação existentes no universo de reclamações, procedendo-se ao cruzamento de dados entre ambos os universos.

² Quanto a estas duas sucursais apuraram-se, apenas, os montantes envolvidos, a saber: (i) NB Sucursal do Luxemburgo, montante apurado ascende a **47 952 000 €**; (ii) NB SFE, montante apurado ascende a **30 843 000 €**; no total de **78 795 000 €**.

12. O que significa que cerca de **79%** dos investidores subscreveram papel comercial de **valor igual ou inferior a 200 000 €**.
13. O peso das subscrições de **valor igual ou superior a 500 000 €** é de **4,9%** (correspondentes a 103 subscrições) representando 26,2% do montante total das aplicações consideradas.
14. Do total de posições consideradas (2 084), 32 são subscrições de valores iguais ou **superiores a um milhão de euros** que representam **13,4%** do montante total das aplicações consideradas.
15. No **“universo de reclamações”**, foram analisadas 636 reclamações entradas na CMVM até à data de 22.06.2015, correspondentes a **690 subscrições de papel comercial**.
16. O montante total das 690 subscrições de papel comercial, entre as duas emitentes (ESI/Rioforte), é de **152 450 000 €**.
17. Destas 690 subscrições de papel comercial, analisadas nas 636 reclamações, verificou-se que 437 (**63,3%**) se reportam a papel comercial emitido pela **Rioforte**, traduzindo-se num montante investido de **102 500 000 €**.
18. Relativamente à ESI apurou-se um total de **253 subscrições**, que refletem um valor investido total de **49 950 000 €**.
19. Com base na informação disponibilizada pelo NB e que serviu também para colmatar a informação em falta no **“universo de reclamações”**, avaliou-se também o **Perfil de Risco** atribuído ao Cliente pelo intermediário financeiro de acordo com um dos quatro perfis possíveis: muito conservador, conservador, moderado ou dinâmico.
20. De acordo com os dados obtidos junto do NB, os perfis atribuídos mais comuns, em ambos os universos analisados, foram o **Conservador** e o **Moderado**.
21. No **“universo total”**, em 37,5% dos casos foi atribuído um perfil conservador e em 39,3% dos casos foi atribuído um perfil moderado.
22. No **“universo de reclamações”**, o perfil atribuído mais comum é o perfil conservador (311 casos), seguido do perfil moderado (224 casos), sendo que foi junto dos investidores conservadores que foi colocado o maior montante de papel comercial (68 900 000 €, que se traduz numa percentagem de 45,2% do total do montante subscrito em papel comercial).
23. Da informação obtida junto do NB, verificou-se que parte assinalável dos investidores/reclamantes aplicaram elevada percentagem do seu **património** em papel comercial emitido pela Rioforte e/ou ESI³.

³ Para aferir a percentagem do património financeiro investido em papel comercial considerou-se o valor do máximo do valor máximo, agrupado por NIF ou por Depósito à Ordem, do património financeiro registado no final dos meses

24. No âmbito do “universo total”, em 207 casos (9,9%) os investidores aplicaram 90%, ou mais, do seu **património** em papel comercial emitido pela Rioforte e/ou ESI e em 37% dos casos o investimento em papel comercial representa metade ou mais do **património** financeiro do investidor (no GBES).
25. No âmbito do “universo de reclamações” constatou-se que em 88 casos (12,8%) foi aplicada uma percentagem do **património** do investidor superior a 90% e que em cerca de 45% dos casos aquela percentagem excede os 50% de **património** aplicado em papel comercial.
26. De acordo com os dados obtidos junto do NB e a partir das reclamações apresentadas verificou-se que a subscrição de papel comercial tem um peso significativo nas pessoas em situação de reforma.
27. No denominado “universo total”, verificou-se que em 2084 posições analisadas, em 575 casos (27,59%), os investidores são reformados⁴ e em 189 casos (9,07%) estariam desempregados.
28. No denominado “universo de reclamações”, verificou-se que das 690 subscrições analisadas, os reformados⁵ representam 203 casos (29,42%) e os desempregados representam 73 casos (10,58%).
29. Os elementos anteriores são consistentes com o facto de cerca de 40% dos subscritores (882) ter mais de 65 anos, dos quais 16% (331) tinham mais de 75 anos.
30. O grau de escolaridade dos subscritores é diversificado, sendo de realçar que, face à informação disponível, cerca de 20% tinham escolaridade não superior ao ensino básico, havendo mesmo 31 casos de subscritores sem escolaridade.⁶
31. É curioso notar que no “universo de reclamações”, o peso dos subscritores possuindo menor escolaridade é um pouco inferior ao verificado no “universo total”.
32. Relativamente ao modo como foi comercializado o papel comercial⁷ a partir da análise das reclamações recebidas pela CMVM até ao dia 22.06.2015, tudo leva a crer que em muitos casos terá existido intervenção ativa dos agentes comerciais do BES junto dos

de setembro de 2013 a abril de 2014. Sendo a percentagem calculada através da divisão entre o montante aplicado e a totalidade do **património** existente no Intermediário financeiro. Saliente-se, ainda, que este cálculo não teve em consideração qualquer outro **património** financeiro adicional que o investidor possa eventualmente possuir numa outra instituição financeira.

⁴ É neste grupo de reformados que se regista o maior montante aplicado em papel comercial, traduzindo-se num valor de € 116 100 000.

⁵ É neste grupo de reformados que se regista o maior montante aplicado em papel comercial, traduzindo-se num valor de 48 600 000,00 €.

⁶ Em 38% dos casos os subscritores tinham formação superior.

⁷ A análise do modo como foi comercializado o papel comercial teve por base 2 critérios, a saber: (i) intervenção ativa dos agentes comerciais do BES; e (ii) garantia distinta e/ou superior à natureza do papel comercial em causa. Ora, dada a natureza destes critérios, estes só puderam ser analisados no âmbito do “universo das reclamações” e com base nas alegações e prova enviada pelos reclamantes, o que introduz na análise algum grau de subjetividade.

clientes, em termos provavelmente não compatíveis com o pressuposto de “*mera execução de ordens*” (isso é referido expressamente por 403 reclamantes, ou seja, 63,4% deste universo), como adiante melhor se refere.

33. Todavia, só em **21 casos** existe alegado documento comprovativo dessa intervenção.
34. Nos restantes casos são referidos contactos pessoais (124 casos) ou telefónicos (74 casos) com o gestor de conta /gerente.
35. Da informação disponível e de acordo com as alegações dos reclamantes resulta que em **373 casos** do total de reclamações analisadas o gestor/gerente terá transmitido verbalmente ao investidor que o papel comercial tinha uma **garantia** distinta e/ou superior à natureza do próprio instrumento financeiro em causa (seja pela sugestão de um emitente distinto do verdadeiro, seja pela equivalência do papel comercial a um depósito a prazo, seja ainda pela responsabilização do BES pelo reembolso).
36. Refira-se todavia que se identificaram apenas **13 situações** em que a garantia transmitida pelo gestor/gerente ao cliente se encontrava documentada (essencialmente por email).
37. Da análise efetuada no âmbito de ambos os universos, verificou-se a existência generalizada de comercialização de papel comercial emitido por entidades do GES, através dos **balcões** do BES, sem nenhuma especial concentração (que não nos balcões com maior número de clientes e património).
38. Da informação disponível, foi possível distinguir dois períodos cronológicos com resposta distinta por parte do NB aos Reclamantes **(i) até janeiro de 2015** a resposta do NB ia no sentido de que estava a trabalhar numa proposta comercial a apresentar aos detentores deste instrumento financeiro⁸; **(ii) a partir de fevereiro de 2015** a resposta do NB aos clientes passa a referir que o NB não é o emitente do papel comercial e que não tem qualquer responsabilidade no pagamento dos montantes investidos (e que caso existam permanecem no BES), mas que ainda assim está a trabalhar numa solução comercial a apresentar aos Clientes⁹.

⁸ Do texto das cartas do NB remetidas aos Reclamantes **até janeiro de 2015**, pode ler-se: “O Conselho de Administração do Banco de Portugal, em deliberação de 14 de agosto de 2014, estabeleceu determinadas condições para a apresentação de propostas de pagamentos a Clientes do NB, S.A., que sejam detentores de títulos de dívida emitidos por entidades do Grupo Espírito Santo (Papel Comercial emitido pela ES International). Na sequência da referida deliberação confirmamos que o NB, S.A., continua a trabalhar, conjuntamente com as entidades de supervisão, na procura de uma solução comercial a apresentar aos seus Clientes. Lamentando os inconvenientes causados e reafirmando todo o nosso empenho na rápida disponibilização de soluções, aproveitamos a oportunidade para apresentar os nossos melhores cumprimentos.”

⁹ Do texto das cartas do NB remetidas aos Reclamantes **a partir de fevereiro de 2015**, pode ler-se: “O NB não é o emissor do papel comercial E.S. Internacional 33ª Emissão (ISIN:PTR47AJM0388). Acresce que, nos termos da deliberação do Banco de Portugal de 3 de agosto de 2014, estão subtraídas ao âmbito da atividade do NB quaisquer questões respeitantes a eventuais obrigações, garantias, responsabilidades ou contingências que porventura

39. Da informação disponível até ao momento, constatou-se que a CMVM tem em seu poder elementos muito diversificados e **reduzidos casos de prova documental** face ao número total de reclamações apresentadas.
40. Sublinhe-se que foram, apenas, detetados **21 casos** onde a intervenção ativa do gestor/gerente se encontra alegadamente documentada e **13 situações** em que a garantia transmitida pelo gestor/gerente ao cliente se encontra alegadamente **documentada** e ainda assim em documento informal, eventualmente sujeito a contestação.
41. Na maioria das reclamações, os Reclamantes alegam a intervenção ativa por parte do gestor/gerente e/ou a transmissão de garantias na subscrição do papel comercial, mas não apresentam, compreensivelmente, elementos documentais que sustentem tal alegação.
42. Para além das razões que adiante melhor se descrevem, não se vislumbra pela diversidade de prova e factos associados que seja razoável enveredar por uma solução casuística, através da análise individualizada das reclamações apresentadas.
43. Com efeito, não seria justo que apenas no exíguo número de casos acima referidos e alegadamente documentados fossem salvaguardados os direitos dos reclamantes e em todos os restantes casos fossem desconsiderados os seus direitos, apenas e só porque não teriam prova documental daquilo que alegam.
44. De resto, há que referir que em geral os documentos de subscrição se encontram formalmente corretos, embora haja vários casos em que os reclamantes alegam tê-los assinado já depois de concretizada a aplicação.
45. O tratamento caso a caso traria, assim, evidentes injustiças e desigualdades quando o principal vício de comercialização do papel comercial GES - decorrente da falta de veracidade da informação financeira sobre as emitentes - afetou por igual todos os casos de subscrição do papel comercial em causa.
46. Quer por essa razão, quer pela assunção de responsabilidades pelo BES relativamente a todos os clientes de retalho, o tratamento a dar aos subscritores de papel comercial,

pudessem decorrer da comercialização, intermediação financeira e distribuição de instrumentos de dívida emitidas por entidades do Grupo Espírito Santo. Caso existam, as mesmas permaneceram no Banco Espírito Santo. O acima referido não prejudica a possibilidade de o NB poder vir a apresentar propostas, de natureza exclusivamente comercial, visando resolver as questões que se encontram pendentes e que, não pertendendo ao NB, prejudicam diretamente os seus Clientes. O NB continua a trabalhar na procura dessa solução, que deverá respeitar o quadro legal, regulamentar e de supervisão que se encontra em vigor.”

como adiante melhor veremos, deve ser transversal, assegurando-se o tratamento equitativo de todos os investidores abrangidos.

47. A análise das reclamações recebidas deve, assim, ter como destino principal o apuramento da responsabilidade contraordenacional pelos vícios na comercialização do papel comercial.
48. Por outro lado, face à medida de resolução adotada e a situação patrimonial e jurídica resultante do BES, não se vê viabilidade de qualquer solução que passe pela responsabilização indemnizatória daquela instituição, por falta de património, agravada pela previsível complexidade e litigiosidade do processo de liquidação.
49. Não resultando, no quadro existente, outra via possível e juridicamente defensável que não seja de uma **solução genérica e equitativa através do NB**, o que, de resto, esteve prevista até dezembro de 2014 e anunciada publicamente até janeiro de 2015.
50. Esta será, parece-nos, a única forma de garantir uma solução equitativa, justa e exequível para o investidor/subscritor do papel comercial em causa.
51. De resto, a CMVM tem mantido esta posição e tem aguardado a apresentação de uma já prometida proposta definitiva pelo NB quanto ao papel comercial (em linha com a análise jurídica realizada pela CMVM e já transmitida ao BdP, ao MF e à CPI).

B. A qualidade da informação financeira prestada aos investidores:

(i) Da qualidade da informação financeira da ESI

52. Os documentos informativos relativos às emissões particulares de papel comercial da ESI e da Rioforte apresentavam as demonstrações financeiras individuais das entidades emittentes relativas aos exercícios de 2010 a 2012.
53. No que respeita à ESI, o balanço relativo a Dezembro de 2012 refletia um valor positivo dos capitais próprios de 855 milhões de euros (traduzindo uma autonomia financeira da ordem dos 20%), sendo assim uma entidade solvente.
54. Todavia, esta situação já não correspondia à realidade.
55. Com efeito, a auditoria de finalidade especial realizada pela KPMG no último trimestre de 2013, a pedido do BdP, concluiu que já se verificava, com referência a 31/12/2012, um subavaliação do passivo financeiro da ESI de 1.331 milhões de euros, resultante da não consideração de determinados valores ativos ou passivos.
56. O mesmo relatório da KPMG (cuja primeira fase foi entregue formalmente ao BdP em 31/1/2014) reflete uma situação ainda mais gravosa com relação a Setembro de 2013, tendo os auditores detetado novo aumento significativo do passivo financeiro (2,2 mil milhões de euros relativamente ao refletido nas contas de Dezembro de 2012).
57. A existência de problemas graves nas contas da ESI foi reportada ao BdP, de acordo com o relatório dos auditores, em 26 de Novembro e 2 de Dezembro de 2013.
58. Como resultado desta primeira fase da análise, a KPMG fez ajustamentos aos capitais próprios da ESI referidos a setembro de 2013 que os levaram para um valor negativo de cerca de 2,4 mil milhões de euros.
59. Com a segunda fase do trabalho da KPMG, terminado em Abril de 2014, o valor do capital próprio consolidado da ESI com referência a 31/12/2013 ascendia a - 4,4 mil milhões de euros.
60. Qualquer dos valores referidos não deixa dúvidas sobre a realidade financeira da ESI que, em lugar da entidade solvente apresentada nas contas constantes da Nota Informativa que suportou a venda do papel comercial, correspondia, de facto, a uma entidade sem capacidade de cumprir os seus compromissos como foi, aliás, reconhecido pelo BdP ao determinar, em fevereiro de 2014, a criação de um mecanismo que garantisse o reembolso do papel comercial vendido aos clientes de retalho do BES (provisão de 700 milhões de euros na ESFG e conta “escrow”).

61. Em nenhum momento do período de venda do papel comercial da ESI, a CMVM e os clientes foram informados da real situação financeira do emitente.

(ii) **Da qualidade da informação financeira da Rioforte**

62. No caso da Rioforte, a Nota Informativa apresentava igualmente as contas referentes a 31/12/2012 com um valor positivo dos capitais próprios de 966 milhões de euros.
63. A comercialização do papel comercial respetivo ocorreu sobretudo no primeiro trimestre de 2014.
64. Acontece que, concomitantemente ou depois da colocação do papel comercial da Rioforte, o grupo procedeu a uma série de operações, **que não se enquadram na atividade normal deste emitente**, que afetaram gravemente a sua liquidez e a sua solvabilidade.
65. As principais operações que deram origem a essa situação foram (i) a aquisição pelo grupo Rioforte de 49,26% da ESFG por um valor 4 a 5 vezes superior quer ao correspondente valor contabilístico, quer ao valor de mercado; (ii) a subscrição pela PT de papel comercial emitido pela Rioforte no valor de cerca de 897 milhões de euros, canalizado para o financiamento da ESI, já em situação não solvente.
66. Com as operações realizadas, os capitais próprios da Rioforte tornaram-se negativos e, ela própria, uma empresa não solvente.
67. Reitere-se que **não se trata de operações enquadráveis na atividade normal deste emitente e que por isso seja legítimo exigir que o risco seja suportado por todos os seus financiadores, mas sim de operações que visaram somente esconder a situação financeira e prolongar artificialmente a vida da ESI, importando para a Rioforte responsabilidades da ESI.**
68. A realização destas operações que nada tinham que ver com a vida e a atividade da Rioforte fez com que a situação financeira apresentada aos investidores de papel comercial igualmente deixasse de corresponder à sua real situação.
69. O impacto negativo combinado destas duas operações sobre os capitais próprios (considerando não recuperável o crédito sobre a ESI) terá ascendido até 2,4 mil milhões de euros.

70. Em suma:

- (i) Quando o papel comercial da ESI foi vendido aos balcões do BES, a informação financeira fornecida relativamente a 31.12.2012 estava grosseiramente falseada. Como refere o próprio BdP em carta enviada à CMVM em 12.06.2014, o BES e alguns dos seus responsáveis teriam obrigação de saber da situação da ESI e da falta de qualidade da informação financeira fornecida aos subscritores de papel comercial.
- (ii) Quanto à Rioforte, a operação de aquisição da participação na ESFG (cujo único motivo foi esconder a situação da ESI e prolongar artificialmente a sua sobrevivência), que muito deteriorou a sua situação, foi feita com referência a 31.12.2013, antes ou em simultâneo com a venda do respetivo papel comercial. A operação "PT" foi posterior a essa venda e acabou por agravar ainda mais a situação e a capacidade de solvência da Rioforte.
- (iii) Ou seja, no caso da ESI, estamos claramente perante um caso de venda do papel comercial com informação falsa. No caso da Rioforte há uma informação grosseiramente desatualizada e errônea por força da ação expressa do grupo GES/BES, de que os seus responsáveis não podiam deixar de ter conhecimento e que a realizaram sabendo que os títulos que estavam a vender aos clientes de retalho eram emitidos por uma entidade que, com as referidas operações (não enquadráveis na atividade normal da Rioforte), se tornaria insolvente.
- (iv) Há, pois, um vício de comercialização geral do papel comercial emitido pela ESI e pela Rioforte distribuído aos clientes de retalho do BES.
- (v) Por isso, não surpreende que as garantias exigidas pelo BdP ao BES de reembolso do papel comercial vendido a clientes de retalho tenham abrangido quer o papel comercial da ESI, quer o emitido pela Rioforte.

C. Os vícios na comercialização do papel comercial:

71. As entidades que emitam papel comercial devem elaborar uma **nota informativa** que tem por objeto a emissão ou o programa de emissão, contendo informação que inclua, designadamente, dados sobre a sua situação patrimonial, económica e financeira¹⁰.
72. O emitente (no caso concreto, ESI/Rioforte/etc...) tinha o dever de divulgar nota informativa que no caso não foi comunicada à CMVM, por estarem em causa ofertas de natureza particular e o regime jurídico aplicável ao papel comercial assim não o exigir¹¹.
73. Essa nota informativa deveria refletir informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita sobre o emitente¹².
74. O papel comercial é um instrumento financeiro de grande simplicidade e prazo curto onde o único risco relevante é o da capacidade de reembolso do emitente (isto é, o risco de crédito).
75. Não estando qualquer dos emitentes em causa (ESI/Rioforte) sujeitos à supervisão da CMVM¹³ e, ainda que estivessem, não caberia nos poderes de supervisão da CMVM avaliar e/ou avaliar o risco de crédito subjacente à operação em causa.
76. O que significa que o risco de crédito do papel comercial era suscetível de ser avaliado apenas em função da informação financeira apresentada nos documentos informativos das emissões.
77. Numa análise feita por amostragem¹⁴, apurou-se que o BES remeteu o boletim de subscrição devidamente preenchido e assinado, bem como a ficha técnica da emissão assinada pelo cliente.
78. Ou seja, os documentos informativos foram divulgados e entregues aos clientes de retalho.

¹⁰ Conforme artigo 17º do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de Março que estabeleceu o regime jurídico dos valores representativos de dívida de curto prazo, vulgarmente denominados “papel comercial”, sucessivamente alterado pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março e pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de fevereiro.

¹¹ Vide nota de rodapé anterior.

¹² Conforme decorre do artigo 7º do Código de Valores Mobiliários e da atual versão do artigo 15º, nº 6 do DL nº 69/2004, de 25 de Março (alterado pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março e pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de fevereiro).

¹³ A **Espírito Santo Internacional, S.A. (ESI)** é uma sociedade de direito luxemburguês que não tem valores mobiliários emitidos por oferta pública de subscrição ou admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal e como tal não está sujeita à supervisão como entidade emitente por parte da CMVM. A **Rioforte Investments, S.A. (Rioforte)** é uma sociedade de direito luxemburguês que não tem valores mobiliários emitidos por oferta pública de subscrição ou admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal e como tal não está sujeita à supervisão como entidade emitente por parte da CMVM.

¹⁴ Conforme referido no “Relatório de autoavaliação da atuação da CMVM – O Caso BES”, pág. 28 e 29.

79. Desta forma, o BES cumpria formalmente as disposições legais aplicáveis à comercialização das emissões de papel comercial no regime de ofertas particulares.
80. O problema essencial da comercialização do papel comercial GES residiu na falta de veracidade da informação financeira sobre a ESI e consequentemente da Rioforte.
81. Com efeito, formalmente, a informação transmitida aos clientes corresponde à constante das Notas Informativas já referidas com relação aos emitentes do papel comercial e das respetivas fichas técnicas.
82. Nestes documentos, não foram detetados vícios para além dos já referidos relativamente à informação financeira.
83. Acrescendo o facto de a comercialização ter sido feita, pelo menos em teoria, na modalidade de mera execução de ordens, em que o serviço é suposto ser prestado exclusivamente por iniciativa do cliente.
84. Note-se que os boletins de subscrição – assinados pelos clientes – referem expressamente aquela modalidade de comercialização.
85. Nesta, o intermediário financeiro está inclusivamente dispensado da realização de testes de adequação.
86. Assim, em termos estritamente documentais, a realização das subscrições não aparenta em geral vícios evidentes.
87. De acordo com os dados disponíveis, nem mesmo o facto de o banco não ter feito referência a conflitos de interesses dos documentos de subscrição – como a lei exige para classificação como “*mera execução de ordens*” – poderia, em nosso entender, ser alegado como vício na comercialização, dado a definição de “*conflitos de interesses*” estabelecida no artigo 309º-B¹⁵ do Código dos Valores Mobiliários (Cód.VM) não se encontrar, face ao atualmente conhecido, preenchida.

¹⁵ Nos termos do nº 1 do artigo 309º-B do Código dos Valores Mobiliários, com a epígrafe “Conflitos de interesses potencialmente prejudiciais para um cliente” é referido que: “A identificação dos conflitos de interesses, designadamente para efeitos da política em matéria de conflitos de interesses, deve contemplar obrigatoriamente as situações em que, em resultado da prestação de atividades de intermediação financeira ou por outra circunstância, o intermediário financeiro, uma pessoa em relação de domínio com este ou uma pessoa referida no n.º 5 do artigo 304.º: a) Seja suscetível de obter um ganho financeiro ou evitar uma perda financeira, em detrimento do cliente; b) Tenha interesse nos resultados decorrentes de um serviço prestado ao cliente ou de uma operação realizada por conta do cliente, que seja conflituante com o interesse do cliente nesses resultados; c) Receba um benefício financeiro ou de outra natureza para privilegiar os interesses de outro cliente face aos interesses do cliente em causa; d) Desenvolva as mesmas atividades que o cliente; e) Receba ou venha a receber, de uma pessoa que não o cliente, um benefício relativo a um serviço prestado ao cliente, sob forma de dinheiro, bens ou serviços, que não a comissão ou os honorários normais desse serviço.”

88. Com efeito, não estava em causa, à partida a tentativa de obtenção de um ganho para o banco à custa do cliente¹⁶ (caso, como era suposto, os emitentes tivessem capacidade de reembolso).
89. Questão distinta do pretenso “conflito de interesses” é saber se o banco atuou com lealdade perante os seus clientes, protegendo os interesses destes, já que impende sobre os intermediários financeiros o dever de dar prevalência aos interesses dos seus clientes.¹⁷
90. E neste aspeto haverá que concluir que o BES atuou de forma desleal, não dando prevalência aos interesses dos seus clientes, pois sabia, tinha a obrigação de saber, ou, pelo menos, não poderia ignorar, que estava a distribuir dívida de entidades sem capacidade de reembolsar os seus clientes (ou a destruir essa capacidade após a distribuição, como aconteceu com o papel comercial da Rioforte).
91. Reitere-se que o papel comercial não é um produto complexo – bem pelo contrário – sendo o seu risco direta e exclusivamente determinado pela capacidade de reembolso do emitente.
92. Ele pode mesmo ser um produto de menor risco do que os depósitos, caso o emitente tenha um “rating” melhor do que o banco distribuidor.
93. Assim, a informação prestada cumpria, pelo menos, formalmente, os requisitos legalmente exigíveis, contudo não tinha correspondência com a realidade materialmente existente à data da operação de emissão/subscrição/liquidação do papel comercial.
94. Há, todavia, algumas qualificações a fazer neste ponto. Em primeiro lugar, a análise das reclamações recebidas pela CMVM leva a crer que poderá ter existido intervenção ativa dos agentes comerciais do BES junto dos clientes, em termos provavelmente não compatíveis com o pressuposto de “mera execução de ordens” em muitos casos (isso é referido expressamente por cerca de 63,4% dos reclamantes).
95. Todavia, só em 21 casos (3,3%) existe alegada prova documental dessa intervenção.
96. Nos restantes casos são referidos contactos pessoais ou telefónicos com o gestor de conta /gerente.

¹⁶ Sublinhe-se que estas operações nem sequer implicaram o pagamento de comissões por parte dos Clientes aos Intermediários Financeiros (caso concreto do BES).

¹⁷ Nos termos do artigo 309º, nº 3 do Cód. VM, sob a epígrafe “Princípios gerais”: **“O intermediário financeiro deve dar prevalência aos interesses do cliente, tanto em relação aos seus próprios interesses ou de sociedades com as quais se encontra em relação de domínio ou de grupo, como em relação aos interesses dos titulares dos seus órgãos sociais ou dos de agente vinculado e dos colaboradores de ambos.”** (negrito nosso)

97. O que coloca desde logo os clientes que à partida (com elevada probabilidade) estão em situação semelhante em diferente capacidade probatória e, além disso, não permite uma conclusão geral sobre a violação do princípio da *"mera execução de ordens"*.
98. Para além da eventual existência de intervenção personalizada e proactiva dos agentes comerciais do BES, haverá que considerar a natureza dessa intervenção e os argumentos comerciais que nela foram usados.
99. Neste aspeto, uma maioria de reclamantes refere a indicação pelos agentes comerciais do conforto/garantia/responsabilidade do BES pelo reembolso pelo papel comercial e a não distinção do seu risco do risco BES.
100. Acontece que só em 13 casos foi possível obter alegada evidência documental dessas "garantias".
101. Note-se, porém, que nesses casos documentados existe evidência de informações e documentos suscetíveis de gerar equívocos quanto ao emitente e à responsabilidade pelo reembolso do papel comercial subscrito.
102. Além disso, uma inquirição direta por parte da CMVM a agentes comerciais do BES/NB em três balcões de Lisboa deixou a convicção da existência de argumentos comerciais baseados na tradição de cumprimento pelo BES (e não pelos emitentes) ao longo de toda a sua vida.
103. Note-se, ainda, a este propósito, que os alertas constantes dos boletins de subscrição do papel comercial subscrito através dos balcões do BES diferem significativamente dos apresentados nos boletins relativos à comercialização feita através do Banco BEST.
104. Assim, enquanto no caso da comercialização através do BES, no boletim de subscrição não existe menção específica aos riscos inerentes ao investimento em papel comercial, sendo, apenas, mencionado que o Cliente compreende *"os riscos envolvidos"*, no caso do Banco BEST constava do boletim de subscrição informação referente aos riscos associados ao investimento em papel comercial, nomeadamente, quanto ao risco de crédito¹⁸, designadamente que:

"Em nenhuma situação o Banco Best pode ser responsabilizado caso se materialize alguns dos riscos mencionados acima."

¹⁸ Pode ler-se do referido boletim de subscrição, o seguinte: *"Informação sobre os riscos genéricos associados ao papel comercial – O investimento em papel comercial poderá levar à perda total ou parcial do capital investido. RISCO DE CRÉDITO, RISCO DE ENTIDADE EMITENTE E/OU GARANTE E RISCO PAÍS – O pagamento de rendimentos bem como o retorno do capital investido na sua totalidade estão sujeitos (para além das características intrínsecas da emissão obrigacionista específica) à capacidade da entidade emitente e/ou garante dispor dos fundos necessários para a satisfação das suas obrigações de crédito, não estando estes garantidos caso ocorra um evento de crédito com a entidade emitente e/ou garante."*

105. A ausência de menção específica aos riscos inerentes ao investimento em papel comercial no boletim de subscrição do BES, bem como a falta de referência ao afastamento da sua própria responsabilidade pelo reembolso nesse mesmo documento é compatível com as alegações dos clientes relativamente à identificação do risco do papel comercial com o risco BES.
106. Ou seja, o boletim de subscrição do BES, isoladamente considerado (isto é, se não lido conjuntamente com a ficha de emissão onde o risco de crédito do emitente era expressamente mencionado), cria, ele próprio, a ilusão que a referida operação de papel comercial não estaria sujeita a riscos específicos.
107. Em suma, sendo razoável admitir que, com elevada probabilidade, o processo de venda de papel comercial ESI/Rioforte terá tido características comuns e que se poderá ter afastado em alguns casos dos pressupostos da modalidade de “mera execução de ordens”, a verdade é que a prova documental desses factos é escassa e referente apenas a um número reduzido de reclamantes.
108. Acresce que as (poucas) respostas às reclamações recebidas do NB têm revelado significativa flutuação temporal e um carácter pouco cooperante.
109. Tudo isto inviabilizaria desde logo qualquer processo de análise casuística da comercialização dos instrumentos em apreço que, inevitavelmente, conduziria a tratar de forma diferente clientes em igualdade de circunstâncias e a consequentes situações de inaceitável injustiça.
110. Esta conclusão não afasta, obviamente, o apuramento das responsabilidades contraordenacionais do BES e dos responsáveis pela comercialização do papel comercial, quer por eventual violação dos pressupostos da “mera execução de ordens”, quer pela falta de qualidade da informação prestada aos clientes, nos casos em que isso seja comprovável, obviamente para além do caso já tratado e inequívoco relativo à informação financeira.
111. Assim, o elemento comum e definitivo relativamente a todas as subscrições de papel comercial ESI e Rioforte é a má qualidade da informação financeira, que os subscritores não tinham qualquer meio de conhecer no momento da subscrição, mas que o BES não podia ou não devia ignorar.
112. Isso mesmo é confirmado explicitamente pelo BdP em carta enviada à CMVM em 12 de Junho de 2014, a propósito da colocação de títulos da ESI em clientes do BES, na qual se refere:

"A instituição (BES) não foi suficientemente diligente na avaliação dos riscos intrínsecos na colocação de títulos de dívida emitidos pela ESI, quer para o BES, quer para os clientes (...) o BES não foi suficientemente diligente na avaliação da fiabilidade e veracidade da informação prestada pela ESI, pelo facto de deter informação que, se reconciliada com a da ESI, permitiria identificar a omissão".

113. Sendo que estas considerações se aplicam reforçadamente à dívida da Rioforte colocada em clientes do BES, na medida em que as alterações que a conduziram a uma situação de insolvência foram do conhecimento e tiveram a participação de decisores que pertenciam também ao BES.
114. Quando a verdadeira situação daquelas entidades foi conhecida, os clientes de retalho receberam garantias explícitas de que o BES se responsabilizaria pelo reembolso daqueles títulos, adotando sucessivamente as medidas adequadas para o efeito.
115. O que, para além do mais, dispensou aqueles clientes do exercício do seu direito a exigir o reembolso antecipado, que lhe era conferido, nos termos da nota informativa, caso a informação nesta constante viesse a revelar-se não verdadeira ou desatualizada.
116. Note-se que o BES assegurou o reembolso de todo o papel comercial ESI/Rioforte vencido até Julho de 2014, como é confirmado pelo comunicado da Comissão Executiva de 18 de Julho de 2014.

III – Possíveis soluções

117. A CMVM analisou profundamente o problema em apreço do ponto de vista jurídico, tendo transmitido, em abril passado, ao BdP, ao MF e à CPI. Mais recentemente, esta análise da CMVM foi transmitida em reunião com os auditores do NB, antes da emissão do respetivo relatório de auditoria sobre as contas relativas a 31/12/2015.
118. Apesar disso, o referido relatório não fez qualquer menção (ênfase ou reserva) ao problema, admite-se que com base nas declarações da autoridade de resolução de isenção de qualquer responsabilidade do NB.
119. Ainda mais recentemente, e face às questões jurídicas sucessivamente colocadas relativamente à posição da CMVM, entendeu o CA solicitar o parecer de um jurisconsulto independente e especializado nesta área do Direito. Foi consultado o Professor Menezes Cordeiro, que elaborou estudo aprofundado cujas conclusões muito reforçam a análise jurídica elaborada pela CMVM.
120. A análise produzida pela CMVM – reforçada pelo estudo do Professor Menezes Cordeiro - permite conciliar o reembolso dos clientes de papel comercial pelo NB com as deliberações do BdP e, ao mesmo tempo, limitar a responsabilidade do NB ao papel comercial detido pelos clientes de retalho, únicos que ao longo do tempo beneficiaram de declarações de assunção dessa responsabilidade pelo BES em diferentes momentos do tempo e do próprio NB já depois da adoção a medida de resolução.
121. Por outro lado, as conclusões da análise das reclamações apresentadas anteriormente fundam a convicção sobre a inviabilidade de qualquer solução que não seja genérica, como é preconizado pela CMVM.
122. Do mesmo modo, qualquer solução que procure remeter o reembolso para a responsabilidade do BES mediante análise casuística – sem discutir sequer a sua viabilidade jurídica - não poderá ser considerada como verdadeira solução, quer pelo já referido, quer pela situação financeira que resultará para as contas do BES (aliás, ainda não publicadas) e que, pela informação que nos foi transmitida pelos responsáveis do BES, não permitem antecipar qualquer grau de recuperação significativo.
123. Para além disso, esse tipo de solução careceria de lógica e representaria, afinal, mais um passo atrás no não reconhecimento universal dos direitos dos clientes de retalho do BES que fizeram aplicações em papel comercial ESI ou Rioforte.

124. É que a todos eles foi reiteradamente assegurado o reembolso daqueles títulos pelo BES e adotadas as medidas necessárias para o efeito: (i) provisão nas contas da ESFG e conta “escrow”, (ii) provisão nas contas do BES.
125. E, apesar do ainda desconhecimento das contas do atual BES, os esclarecimentos prestados apontam no sentido da manutenção dessa provisão nas contas deste último (embora ela estivesse refletida no balanço previsional do NB publicado em 4 de Agosto de 2014).
126. O que, corresponde afinal ao reconhecimento de uma responsabilidade potencial do BES perante todos os clientes de retalho que subscreveram papel comercial ESI ou Rioforte. Sem esse reconhecimento, a provisão não poderia ter sido constituída seja no NB seja no BES.
127. Note-se que o carácter incerto dessa provisão não reside – nem nunca residiu – no reconhecimento dessa responsabilidade, mas na capacidade de solvência daqueles emitentes do papel comercial e no consequente grau de recuperação dos respetivos créditos.
128. Ou seja, as provisões constituídas destinaram-se a cobrir precisamente a diferença (incerta) entre o valor nominal dos créditos em apreço e a parte que os emitentes pudessem reembolsar.
129. Assim, uma “solução” de análise casuística da responsabilidade do atual BES, para além da inconsequência material, significaria que nem os direitos já reconhecidos a todos os clientes de retalho e reiteradamente afirmados pelo Banco de Portugal e pelo BES seriam mantidos.
130. Face a tudo o que precede e à posição assumida pela Autoridade de Resolução (BdP) relativamente à isenção de qualquer responsabilidade do NB pelo reembolso do papel comercial ESI/RioForte, não parece que o problema possa ter solução no quadro atual.
131. Situação que coloca uma questão crucial: os diferentes interesses que cada Autoridade envolvida tem por missão e objetivo prosseguir: a CMVM, a quem cabe a proteção dos investidores e a defesa dos seus direitos e a Autoridade de Resolução, procurando assegurar a concretização do processo de resolução nas melhores condições e com os menores custos possíveis para o sistema bancário.
132. É à CMVM que cabe a análise das condições em que os investidores procederam à aquisição dos instrumentos financeiros em causa e dela retirar as necessárias consequências com vista à sua adequada proteção.

133. Acontece que no caso vertente não é claro como (e se), enquanto durar a medida de resolução, pode a CMVM exercer os poderes reforçados que o seu Estatuto em vigor desde fevereiro passado podem ser exercidos.
134. Esta questão poderá, aliás, estender-se a outros tipos de produtos de retalho comercializados pelo BES, particularmente as “Séries Comerciais” sobre ações preferenciais, relativamente às quais o NB não apresentou aos clientes solução satisfatória, apesar de nesse caso, terem sido inequivocamente mantidas provisões (também já constituídas no BES) para cobrir as diferenças entre o valor nominal daqueles instrumentos e o valor de mercado dos ativos subjacentes.
135. Aliás, a evolução da rubrica de provisões desde as contas relativas ao primeiro semestre do BES ao balanço previsional do NB (publicado em 4/8 com referência a 3/8), ao balanço de abertura do mesmo (publicado em dezembro com referência a 4/8), até ao balanço relativo a 31 de dezembro de 2014 publicado em 16 de Junho de 2015 suscita a necessidade de explicação que, até agora o NB não formulou.
136. Assim, o montante total de ajustamentos ao passivo (provisões e reconhecimento de perdas) nas contas consolidadas e individuais do BES de 30/6/2014 decorrentes da cobertura dos riscos de investidores de retalho (essencialmente em papel comercial, “séries comerciais” e gestão de carteiras) ascendeu, respetivamente, a 1837 e 1716 milhões de euros. No balanço previsional do NB verificou-se uma redução (não explicada) da ordem dos 300 milhões de euros em provisões, não havendo evidência quanto à variação da provisão.
137. No balanço de abertura publicado em dezembro de 2014 constata-se uma redução adicional de cerca de 600 milhões de euros, presumivelmente por reafecção da provisão para papel comercial ao BES.
138. Com a publicação das contas do NB relativas a 31/12/2014, constata-se uma anulação adicional das provisões em apreço de cerca de 300 milhões de euros (tendo presente que o montante utilizado para compensações a investidores fora até então de 69 milhões de euros).
139. De acordo com informação do Novo Banco, os montantes até agora despendidos com as soluções apresentadas a clientes de retalho subscritores dos produtos em causa ascendem a 239 milhões de euros, prevendo que com uma proposta para as séries comerciais sobre ações preferenciais venha a despende 194 milhões de euros.
140. Ou seja, um dispêndio total de 433 milhões de euros, aliás consistente com a provisão registada nas contas individuais de 31/12/2014 (455 milhões de euros).

141. O que significa que o montante afeto a compensações a subscritores de produtos de retalho corresponde a menos cerca de 1400 milhões de euros do que os correspondentes ajustamentos ao passivo registados no balanço consolidado do BES BES (tendo sido eliminadas provisões de cerca de 900 milhões de euros mesmo relativamente às constantes do balanço previsional do Novo Banco).
142. O referido anteriormente coloca antes do mais a questão da redução drástica dos montantes disponíveis para assegurar a efetiva compensação dos clientes de retalho que foram vítimas de más práticas de comercialização de instrumentos financeiros por parte do BES, sendo que a necessidade de assegurar essa compensação foi a razão única pela qual tais provisões foram constituídas.
143. E não pode deixar de colocar a questão mais profunda da contribuição decisiva dos referidos ajustamentos ao passivo do BES para os resultados do primeiro semestre de 2014 e para o consequente processo de resolução da instituição.
144. A situação descrita tem dois efeitos distintos: se, por um lado, a redução das provisões em apreço contribuiu para um significativo reforço do capital do NB – e, consequentemente, para o seu valor de alienação –, por outro limitou fortemente os meios disponíveis para a proteção dos subscritores de produtos de retalho do BES objeto de comercialização defeituosa, designadamente por força da informação financeira relativa aos emitentes de papel comercial.
145. Por tudo o que ficou dito, vê-se com dificuldade a resolução a curto prazo do problema do papel comercial pela via regulatória.
146. Continuando a CMVM a entender que a solução mais defensável dos pontos de vista jurídico e de equidade consiste no reembolso integral dos clientes de retalho, admite-se que uma efetiva solução possa passar por uma proposta de natureza comercial do NB aos detentores de papel comercial, tendo em conta as consequências reputacionais que decorrem de: (i) ter sido a atual área comercial do NB que comercializou os títulos nas condições amplamente descritas; (ii) ter toda a relação bancária dos clientes do BES sido transferida para o NB; (iii) ter já o NB assumido compromissos explícitos e públicos de reembolso do papel comercial detido por clientes de retalho.
147. Este último ponto levanta, aliás, a questão da eventual violação do dever de lealdade perante os clientes, decorrente do artigo 309º, nº 3 do Cód. VM, conforme, aliás, já referido em outras ocasiões.
148. Bem como da criação de expectativas legítimas dos detentores de papel comercial da ESI e da Rioforte, no sentido do respetivo reembolso ou, no mínimo, de uma proposta comercial justa de compra do referido papel comercial.

149. Acresce que esta via, para além de ser mais justa, será sempre preferível à assunção de um risco de litigância judicial, em nosso entender muito elevado.

150. Nesse sentido, a CMVM tenciona, nesta fase, emitir uma recomendação ao NB no sentido do reembolso dos clientes visados, se necessário, negociando com estes e com as autoridades uma solução comercial, cujos contornos poderiam aproximar-se dos a seguir descritos, a título exemplificativo.

151. Tendo presente o interesse em conciliar a resolução do problema com o objetivo de limitar o impacto nas contas do NB, uma solução negocial possível seria a seguinte:

- (i) **Oferta de troca de papel comercial (PC) Rioforte/ESI por dívida subordinada do NB, dirigida a clientes de retalho; rácio de troca (R) e prazo a definir;**
- (ii) **NB fica sub-rogado na reclamação de créditos titulados por PC relativamente aos emitentes respetivos;**
- (iii) **Para assegurar a liquidez aos clientes necessitados, NB proporciona de imediato alguma liquidez aos seus clientes, seja através de reembolso parcial do valor das aplicações, seja, no limite, pela abertura de linha de crédito s/juros (ou c/ juros = dívida subordinada?) e penhor dos títulos correspondentes até 100.000€/titular;**
- (iv) **A dívida subordinada seria admitida à negociação na *Euronext Lisbon*;**
- (v) **Reposição das provisões destinadas à compensação de clientes de retalho que foram anuladas nas contas de 31/12/2014 e sua utilização na compensação dos encargos resultantes desta proposta.**

152. Uma solução deste tipo não teria impacto nos capitais próprios nem na liquidez do NB e poderia ter um impacto nos resultados diluído no tempo, cujo montante dependeria do rácio de troca negociado com os clientes e do grau de recuperação dos empréstimos (que no caso da Rioforte poderá ter alguma expressão) e de uma eventual autorização prudencial para o reconhecimento dos resultados num período alargado.

153. E teria um impacto reputacional poderoso, permitindo ao NB concentrar a sua a sua atenção e o seu esforço comercial no futuro.

154. É claro que esta solução poderia ser remetida para depois da alienação do NB, cujo comprador terá todo o interesse em libertar a área comercial das consequências reputacionais que a ausência de solução e a consequente litigância arrastará.

155. No entanto, isso coloca a questão da necessidade de assegurar a disponibilidade intercalar de liquidez a clientes, alguns dos quais enfrentam estados de necessidade dramáticos.
156. Por fim, não pode deixar de referir-se que a missão de proteção dos investidores está, nos termos da lei, confiada à CMVM e que o seu papel e responsabilidades deverão ser plenamente respeitados.
157. Neste sentido, só à CMVM caberá analisar as condições de comercialização do papel comercial e retirar as respetivas consequências, sem prejuízo das especificidades do processo de resolução.
158. É o que a CMVM tem feito, assumindo a inteira responsabilidade pelas opiniões formuladas e pela análise jurídica efetuada.
159. Esta instituição tem, ao longo da sua vida, prosseguido a sua missão reconhecidamente norteadada pelos princípios de certeza e segurança jurídica, o que será razão para justificar uma confiança acrescida no trabalho que tem desenvolvido, designadamente, no quadro de proteção dos investidores não qualificados que adquiriram produtos comercializados pelo BES.

ANEXO:

. ANEXO I – Relatório de análise estatística referente à subscrição de papel comercial GES