



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# ***Swap* e deveres dos intermediários financeiros:**

Celebração de *swaps* de taxa de juro e os deveres de  
informação dos intermediários financeiros

Diogo Oliveira Santos

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2018



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
FACULDADE DE DIREITO  
ESCOLA DO PORTO

# *Swap* e deveres dos intermediários financeiros:

Celebração de *swaps* de taxa de juro e os deveres de  
informação dos intermediários financeiros

Dissertação de Mestrado em Direito, na área  
de especialização de Direito da Empresa e dos  
Negócios, apresentada à Universidade Católica  
Portuguesa para obtenção de grau de Mestre por  
Diogo Filipe Oliveira Santos, sob orientação do  
Exmo. Senhor Professor Doutor José Engrácia  
Antunes.

maio de 2018

*“La liberté absolue raille la justice. La justice absolue nie la liberté. Pour être fécondes, les deux notions doivent trouver, l’une dans l’autre, leur limite.”*

Albert Camus

## **Agradecimentos**

Aos meus pais e avós, por

toda a lição dada,

toda a paciência esgotada,

toda a confiança, em mim, depositada,

uma dívida que jamais pagarei, porque demasiado cara.

## Resumo

O presente trabalho parte duma perspectiva pós-crise financeira de 2007 para efetuar uma análise à celebração de contratos *swap* de taxa de juro e aos deveres de informação que impendem sobre os intermediários financeiros, no seguimento desta.

Mantendo o foco sempre na especial posição que o intermediário financeiro assume no mercado, enquanto guia e, muitas vezes, contraparte do investidor, visa observar quais as normas que estes devem respeitar e, mais importantemente, se o fazem.

Centrado particularmente no contexto jurídico-económico português, o presente trabalho contacta com diversas áreas do Direito, entre as quais frisamos o Direito Civil, o Direito do Mercado de Capitais e dos Valores Mobiliários e o Direito da União Europeia.

A abordagem assenta em três vértices do mercado de capitais: o produto financeiro, o intermediário e o investidor. Não obstante, a mesma pauta-se por um estudo comparativo, tentando, sempre que possível, contrapor os diversos entendimentos que vigoram no Direito Português e da União Europeia, entre outros.

Através deste trabalho, foi possível retirar duas conclusões. A primeira remete para uma progressiva exigência legislativa a nível comunitário quanto aos deveres de informação dos intermediários financeiros, enquanto agentes do mercado. A segunda conclusão prendeu-se com a existência de tendências jurisprudenciais totalmente diversas consoante o país, destacando-se o contraste entre os tribunais portugueses e espanhóis.

Palavras-chave: informação; *swap* de taxa de juro; intermediário financeiro; derivados financeiros; instrumento financeiro.

## **Abstract**

The following work starts from a post-2007 financial crisis point of view, in order to analyze the information duties that financial intermediaries are subject to when celebrating interest rate swap contracts.

Maintaining its focus on the special role that the financial intermediary has in the market, as a guide and, several times, as a counterpart to the investor, it intends to observe which rules they are bound to and, most importantly, if they are followed.

Particularly centered around the Portuguese legal and economical context, the present work interacts with several areas, especially Civil Law, Capital Markets and Securities Law and European Union Law.

The subject is approached while keeping in mind three main points of the capital market: the financial product, the intermediary and the investor. However, the present work also does a comparative study between several points of view that are rooted within Portuguese and European Union Law, amongst others.

From this work, two conclusions arose. The first one relates to progressively demanding criteria implemented by law-makers, on an European Union level, on duties that financial intermediaries are subject to. The second one observes that there are totally different jurisprudential decision tendencies, depending on the country, while underlining the sharp contrast between Portuguese and Spanish courts.

Keywords: information; interest rate swap; financial intermediaries; financial derivatives; financial instruments.

## Índice

Lista de siglas e abreviaturas .....	9
1. Introdução.....	10
2. Os derivados financeiros e a sua função no mercado.....	12
3. O contrato <i>swap</i> .....	15
3.1. O <i>swap</i> de taxa de juro e sua caracterização jurídica .....	16
4. O investidor .....	21
4.1. Investidor qualificado e não qualificado.....	22
4.2. Investidor não qualificado e consumidor de produtos financeiros .....	23
5. A informação e a intermediação financeira.....	27
5.1. Princípios da intermediação financeira .....	28
5.2. Deveres dos intermediários financeiros .....	30
5.2.1. Deveres de informação dos intermediários financeiros.....	32
5.3. Deveres impostos pela LCCG.....	35
5.4. A DMIF II e os deveres dos intermediários financeiros .....	39
6. Análise jurisprudencial.....	41
6.1. Portugal.....	41
6.2. Espanha .....	44
6.3. Itália .....	45
7. Conclusão .....	48
Jurisprudência consultada.....	52
Bibliografia.....	54

## Lista de siglas e abreviaturas

Ac. – Acórdão

Art. – Artigo

BGB – *Bürgerliches Gesetzbuch*

CC – Código Civil

Cfr. – Conferir

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Diretiva 2004/39/CE)

DMIF II - Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II (Diretiva 2014/65/UE)

EURIBOR – *Euro Interbank Offered Rate*

LCCG – Lei das Cláusulas Contratuais Gerais (Decreto-Lei 446/85)

Nº - Número

*Op. cit.* – *Opus citatum*

OTC – *Over the Counter*

p. – Página

pp. – Páginas

ss. – Seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

## 1. Introdução

Num mundo jurídico-económico ainda em recuperação, lentamente reerguendo-se da crise económica que irrompeu em 2007, os instrumentos financeiros foram alvo de diversas polémicas. Dentro destes, assumiu especial preponderância os *swaps*: no mundo empresarial, pelos diversos *credit default swaps* que levariam à queda livre de gigantes como a A.I.G.; em Portugal, pela celebração de contratos *swap* por parte de empresas públicas como a Metro do Porto, com resultados claramente desfavoráveis, e também por particulares, sentindo-se o impacto no mercado de retalho enquanto instrumento financeiro OTC.

A implementação de medidas de austeridade por todo o mundo causou uma contração económica mundial séria. Como consequência das abruptas quedas e posterior manutenção em valores historicamente baixos das taxas de juro, os *interest rate swaps* celebrados revelaram-se desastrosos para os investidores, onerando-os com montantes a liquidar que, embora possíveis, não eram previsíveis. Os *swaps* passaram a ser conotados com um estigma de excessivo risco por parte de pequenos investidores, devido a um generalizado desconhecimento sobre o *modus operandi* destes. Com base nestes dados, iniciaremos a nossa exposição por uma abordagem aos derivados e à função dos mesmos, caracterizando, de seguida, o contrato de permuta de taxa de juro.

Conscientes deste facto, optemos por um caminho diverso no debate doutrinal que circunda esta figura. Não obstante a meritória discussão doutrinal sobre temas como a exceção de jogo e aposta ou aplicabilidade do art. 437º do CC, acreditamos que o foco deverá ser outro. Numa perspetiva direcionada para o futuro, afigura-se imprescindível que erros passados não se repitam e que se verifique uma séria mudança: que o mercado no geral, com ênfase nos pequenos investidores, se torne mais esclarecido. Assim sendo, cumprirá efetuar a distinção entre tipos de investidores, explicando as assimetrias informativas existentes no mercado.

De modo a desmistificar o funcionamento dos *interest rate swaps*, a informação provará ser crucial. Para que esta prolifere eficientemente, sem descreditar o imprescindível apoio da CMVM, será igualmente imperativo o de outros intervenientes: os intermediários financeiros. Será através do escrupuloso cumprimento dos deveres de informação, que a estes competem, que se possibilitará a redução da natural assimetria existente entre os investidores institucionais e os demais, pelo que será obrigatório escrutinar os deveres em causa.

Dado o momento de realização desta dissertação, cumprirá naturalmente fazer uma breve leitura sobre a DMIF II e quais as mudanças que ela implementará no sistema jurídico-económico, de modo a não descurar uma perspetiva direcionada para o futuro.

Finalmente, num exercício de contraste, irá ser feita uma análise jurisprudencial, comparando as decisões nos diferentes sistemas jurídicos europeus, de modo a que se possam observar quais as linhas decisórias neste tema.

Será no confronto entre estas problemáticas que o presente trabalho incidirá, permitindo-nos, assim, contribuir para a desmistificação destes contratos e para a clara definição do devido comportamento que as partes deverão assumir num mercado. Que se querará, como decorre do exposto, esclarecido e informado.

## 2. Os derivados financeiros e a sua função no mercado

Comecemos pela definição de instrumento financeiro. Efetuando uma busca por uma definição legal, verificamos que a tendência da lei é não definir os instrumentos financeiros, mas apenas indicar quais eles são. Nesse sentido, a DMIF define “enquanto «Instrumento financeiro»: qualquer dos instrumentos especificados na Secção C do Anexo I;” no seu art. 4º nº 17, procedendo a uma longa enunciação dum núcleo onde se enquadrarão os *swaps*.

Não obstante, a noção foi sendo completada, estipulando o art. 3º nº1 alínea e) da Seção 2 da Diretiva nº2006/49/CE que instrumento financeiro corresponde a “qualquer contrato que dê origem simultaneamente a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento financeiro de outra parte”. Ora, como afirma MARIA EMÍLIA TEIXEIRA, esta definição mostra-se desajustada, “pois existem instrumentos financeiros que não são contratos”<sup>1</sup>, como, desde logo, os valores mobiliários.

Face a este panorama, a alternativa será buscar uma definição doutrinal. De acordo com ENGRÁCIA ANTUNES, os instrumentos financeiros são “um conjunto de instrumentos juscomerciais suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas.”<sup>2</sup> Ora, será este o propósito dos contratos *swap*, embora haja ainda que os discernir de figuras como as ações ou as obrigações.

Assim, os *swaps* inserem-se no lote dos instrumentos financeiros derivados, definidos pela doutrina enquanto “os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um ativo subjacente”<sup>3</sup>. Isto significa que os valores em causa nesta relação contratual derivam das vicissitudes de um outro ativo. Concretizando, poderemos ter, no caso de um *interest rate swap*, prestações pecuniárias a que as partes se obrigam consoante as variações da EURIBOR. Este será o ponto que melhor ilustra a diferença entre os derivados e outros instrumentos financeiros: a sua origem e o seu funcionamento não são autónomos. Seja na sua criação ou na execução do mesmo, a oscilação dos valores de referência afetam sempre

---

<sup>1</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, *O Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Coimbra, Almedina, 2017, p.33.

<sup>2</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2014, p.7.

<sup>3</sup> *Ibidem*, p. 113.

o resultado do contrato: destarte, os derivados “encontram-se umbilicalmente ligados a um ativo subjacente”<sup>4</sup>.

No entanto, será de salientar o cariz abstrato destes. Embora haja uma conexão com um ativo que esteja na base da sua criação e com o qual permanecerão intimamente ligados num âmbito económico, os derivados são abstratos, isto é, “instrumentos juscomerciais «a se» cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo”<sup>5</sup>. Se, por ventura, um contrato de mútuo que esteja na base de celebração de um *swap* seja declarado nulo, em princípio, tal não terá quaisquer consciências neste último, pois configura-se uma relação de abstração<sup>6</sup>.

Outra característica dos derivados é a existência dum prazo, criando, deste modo, relações jurídicas em que o tempo é essencial. A essencialidade da linha temporal prende-se com as variações em causa a que está sujeito o ativo subjacente, pelo que é necessário precisar os momentos. Tal é coerente com o ideal de cobertura de risco na base destes, mas é também “determinante de vários aspetos do regime jurídico – mormente, conformando o conteúdo das prestações contratuais.”<sup>7</sup>.

Cumprirá falar, por fim, no cariz de risco, próprio dos instrumentos financeiros derivados. Submetendo o futuro do contrato às variações de um qualquer ativo, a álea é a própria motivação do contrato, aquilo que permitirá que uma parte tenha um saldo positivo e outra não. Conforme afirmado por ENGRÁCIA ANTUNES, as partes “visam justamente negociar sobre tal incerteza, fazendo desta a verdadeira causa e objeto negociais”<sup>8</sup>.

Com base nestes traços, a sua função económica é inegável, destacando-se pela sua versatilidade, capacidade de gestão de risco e pela alavancagem financeira possibilitada. Conforme salienta alguma doutrina, “os derivados são essencialmente instrumentos financeiros de cobertura dos riscos inerentes à atividade económica (“hedging”), de especulação (“trading”) e de arbitragem (“arbitrage”)”<sup>9</sup>. Não obstante, às vantagens são contrapostas uma série de riscos, pelo que “os derivados financeiros

---

<sup>4</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *Contrato de “Swap” de Taxa de Juro: Dever de Informação e Efeitos da Violação do Dever*, Lisboa, AAFDL, 2017, p. 22.

<sup>5</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Os Derivados”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 30, agosto de 2008, p. 101.

<sup>6</sup> Não obstante a possível existência duma válvula de escape legal, como o instituto do abuso de direito, previsto no art. 334º do CC.

<sup>7</sup> *Ibidem*, p. 101.

<sup>8</sup> *Ibidem*, p. 101.

<sup>9</sup> *Ibidem*, p. 92.

não são rosas sem espinhos”<sup>10</sup>. Destarte, importará não olvidar que estes poderão originar sérios problemas de *cash flow*, aumentar o risco sistémico de colapso do sistema financeiro no seu conjunto, bem como, agravar as perdas de investidores.

---

<sup>10</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, op. cit., p. 35.

### 3. O contrato *swap*

Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, o *swap* é o contrato “pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associado a um ativo monetário subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou juro.”<sup>11</sup>.

Os contratos *swap* têm como seu elemento natural a ideia de permuta, independentemente do ativo subjacente ao seu funcionamento. Ou seja, quer se trate dum *swap* de divisas, de *equity* ou de taxa de juro, operará sempre com base na premissa que duas partes decidem trocar as posições que haviam assumido<sup>12</sup>.

A sua importância não pode ser subestimada, correspondendo ao “mais importante instrumento financeiro derivado tradicionalmente negociado fora de mercado”<sup>13</sup>. Sendo um derivado OTC, assumem papel preponderante os intermediários financeiros, usualmente bancos. No seu papel clássico, surgem “como intermediário que, através da cobrança de uma comissão junta duas contrapartes com interesses convergentes sem assumir qualquer risco”<sup>14</sup>. Porém, é cada vez mais usual que estes intermediários, intervenientes experientes no mercado, sejam as próprias contrapartes dos seus clientes.

Quanto às suas finalidades, os ideais de cobertura de risco, especulação e arbitragem, são tendencialmente aceites<sup>15</sup><sup>16</sup>. Não obstante, outros autores abordam outros eventuais fins para estes. Poderão incluir-se assim finalidades “puramente contabilísticas”<sup>17</sup>. Do mesmo modo, MARIA CLARA CALHEIROS destaca ainda que poderão servir para “ultrapassar a indisponibilidade de capitais (...); contornar as restrições aos movimentos de capitais colocadas pelos controlos de câmbios; alterar e

---

<sup>11</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, pp.156-157.

<sup>12</sup> Exemplificando, A, com um certo montante em euros (€), troca a sua posição com B, que tinha o mesmo montante em dólares (\$). *Mutatis mutandis*, o mesmo exemplo poderá ser utilizado para explicar os demais tipos de contratos *swap* (imagine-se, num *swap* de taxa de juro, que A tinha uma taxa variável e B uma taxa fixa).

<sup>13</sup> GONZÁLEZ, Pedro Boullosa, “*Interest Rate Swaps: Uma Perspetiva Jurídica*”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 44, abril de 2013, p. 12.

<sup>14</sup> *Ibidem*, p. 12.

<sup>15</sup> Cf. SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 31.

<sup>16</sup> Cf. GONZÁLEZ, Pedro Boullosa, *op. cit.*, p. 13.

<sup>17</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 158.

diversificar a estrutura de vencimentos de uma carteira de investimento; conseguir um maior prazo de financiamento; aumentar a liquidez; obter vantagens fiscais”<sup>18</sup>.

### 3.1. O *swap* de taxa de juro e sua caracterização jurídica

Centremos as atenções no contrato *swap* de taxa de juro. De acordo com a doutrina, neste “as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas numa mesma moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referências a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis numa ou várias datas preestabelecidas”<sup>19</sup><sup>20</sup>.

Uma outra noção é-nos dada por ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, afirmando este que os *interest rate swaps* são “contratos mediante os quais dois mutuários de empréstimos do mesmo montante e com o mesmo vencimento, mas com taxas de juro calculadas sobre bases distintas, se comprometem a fazer pagamentos recíprocos com base nas taxas de juro da contraparte sobre o valor nominal, mantendo-se as partes devedoras dos respetivos empréstimos para com os respetivos mutuantes”<sup>21</sup>. Embora seja louvável a contextualização financeira que este último efetua, demarcamo-nos desta noção. A verdade é que esta definição acaba por deixar de parte os contratos *swap* de taxa de juro meramente especulativos, nos quais não existe qualquer negócio subjacente, mas apenas um valor nominal livremente acordado pelas partes<sup>22</sup>. Aliás, recordemo-nos que os derivados se destacam pela sua característica de abstração, como abordámos supra<sup>23</sup>, pelo que o contrato que está na sua base não detém especial relevância no plano jurídico<sup>24</sup>.

Baseando-nos, assim, na primeira noção, cumprirá caracterizar o contrato no âmbito jurídico.

---

<sup>18</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap*, Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica n.º 51, 2000, pp. 73-74.

<sup>19</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 163.

<sup>20</sup> Posição igualmente defendida pela jurisprudência, conforme observável no acórdão do STJ, de 10 de outubro de 2013, no processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, relatado por Granja da Fonseca.

<sup>21</sup> ALMEIDA, António Pereira de, *Instrumentos Financeiros: os swaps*, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira da Almeida*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 52.

<sup>22</sup> Sobre este tema, cfr. FREITAS, José Lebre de, *Contrato de Swap Meramente Especulativos: regimes de validade e de alteração de circunstâncias*, in *Revista de Ordem dos Advogados*, Ano 72, Vol. IV Outubro/Dezembro, Lisboa, 2012.

<sup>23</sup> Vide o ponto 2.

<sup>24</sup> Naturalmente, o mesmo não ocorre no plano económico.

Primeiramente, estes podem ser definidos enquanto contratos nominados, preenchendo o tipo legal previsto no art. 2º nº1 alínea e) i) do CVM<sup>25</sup>. Dispondo dum *nomen iuris*, não têm, porém, um regime legal previsto, pelo que se consideram enquanto contratos atípicos. Há, portanto, “uma margem de autonomia das partes na configuração dos seus termos precisos, o que é também reforçado pelo facto de estes instrumentos serem negociados fora do mercado”<sup>26</sup>.

Com base em tais dados, MARIA CLARA CALHEIROS caracteriza estes enquanto contratos consensuais<sup>27</sup><sup>28</sup>, opinião à qual, respeitosamente, nos mostramos reticentes. Pese embora a possibilidade de negociação que o princípio da liberdade contratual, previsto no art. 405º do CC, oferece, na *praxis*, é a adoção da forma escrita, em razão da especial complexidade que os dota. Além de tal, não existe uma típica negociação em que as partes se encontram num mesmo patamar. Assim, na medida em que, por uma das partes ser um banco (e, portanto, dotado de elevado conhecimento técnico e recursos financeiros), será usual a celebração de um simples contrato de adesão escrito, ao qual o agente económico oposto se escolhe vincular ou não<sup>29</sup>.

Incontestável é, porém, o traço de bilateralidade destes contratos, existindo “duas ou mais partes, que emitem declarações negociais opostas, mas convergentes num só sentido”<sup>30</sup><sup>31</sup>. Destarte, a formação do *swap* tem como elemento essencial a existência de duas vontades contrastantes de agentes económicos.

Igualmente, destaca-se por ser um contrato oneroso, existindo atribuições patrimoniais efetuadas pelas partes na vigência do mesmo. Assim, “à vantagem obtida por cada uma das partes corresponde um sacrifício económico para conseguir-la existindo um nexo de reciprocidade entre as atribuições patrimoniais das partes”<sup>32</sup>.

Tendo mencionado previamente o cariz crucial que o tempo assume no decurso da relação, é sem surpresa que este se assume como um contrato de execução

---

<sup>25</sup> Citando o Ac. TRL de 05-08-2014, Proc. Nº 531/11.7TVLSB.L1-8 (ILÍDIO SACARRÃO MARTINS): “A doutrina jurídica e económica especializada tem procurado agrupar os instrumentos derivados em diferentes espécies ou tipologias, de acordo com uma diversidade de critérios ordenadores, sendo o critério mais divulgado o que classifica os derivados de acordo com o conteúdo da posição jurídico - contratual. Segundo este critério, os “swaps”, (a par dos “futuros” e “opções”) são um tipo de instrumento financeiro derivado nominado, previsto no artigo 2º, nº 1, alínea e) do CVM”.

<sup>26</sup> GONZÁLEZ, Pedro Boullosa, *op. cit.*, p. 22.

<sup>27</sup> Cfr. CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato...*, *op. cit.*, pp. 78-80.

<sup>28</sup> No mesmo sentido que MARIA CLARA CALHEIROS, cfr. ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 170.

<sup>29</sup> Cfr. TEIXEIRA, Maria Emília, *op. cit.*, pp. 160-164.

<sup>30</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, *O Contrato...*, *op. cit.*, p. 41.

<sup>31</sup> No mesmo sentido, cfr. GONZÁLEZ, Pedro Boullosa, *op. cit.*

<sup>32</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato...*, *op. cit.*, p. 78.

periódica, sendo que “o seu cumprimento não se esgota numa só prestação, antes exige a realização de várias”<sup>33</sup>. Não poderia ser de outro modo, visto que é a própria oscilação do ativo subjacente dentro dum acordado limite temporal que determina quem efetua a prestação pecuniária e qual o montante da mesma.

Não obstante, a caracterização jurídica deste tipo contratual também se pauta por alguma controvérsia. Neste âmbito, podemos referir a referência o sinalagma ativo pelo qual se destaca o contrato *swap*. Conforme menciona MARIA CLARA CALHEIROS, “o sinalagma é, no contrato de *swap*, genético e funcional: genético porque cada dever de prestação constitui para a outra parte a causa pela qual fica obrigada a realizar a sua própria prestação; funcional porque os deveres de prestação, fundamentalmente interligados, devem cumprir-se simultaneamente.”<sup>34</sup><sup>35</sup>. No entanto, tal não é pacífico na doutrina, assumindo importância a opinião que os *swaps* não são sinalagmáticos, mas sim contratos diferenciais. Nestes, “é devida uma só prestação em dinheiro, que, no caso, é, igual à diferença entre os valores de referência inicial a bens (reais ou nocionais) e os valores de mercado em data futura desses mesmos bens”<sup>36</sup>. Seguindo este último raciocínio, não existirá qualquer sinalagmaticidade, dado que haverá apenas uma prestação.

Entre estes extremos, existem outras posições doutrinárias dignas de referência. HÉLDER MOURATO refere-se, assim, a um sentido lato de sinalagma, “de modo a abranger a corresponsabilidade de quaisquer atribuições ou vinculações, e não só de obrigações”<sup>37</sup>. Discordamos que esta seja a única via, reconhecendo também um sinalagma em sentido estrito a este tipo de contrato. Pese embora a existência de somente uma prestação pecuniária, a mesma é calculada com base nas oscilações temporais ocorridas. Observar apenas o resultado final revela-se uma opção que não atende à própria *ratio* do tipo contratual. Destarte, existem prestações a ser feitas por cada uma das partes, apesar de a menor destas se extinguir por aplicação do instituto da compensação, previsto no art. 847º do Código Civil<sup>38</sup><sup>39</sup>. O reconhecimento da

---

<sup>33</sup> *Ibidem*, p. 81.

<sup>34</sup> *Ibidem*, p. 82.

<sup>35</sup> No mesmo sentido, cfr. ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*

<sup>36</sup> ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Swaps de Troca e Swaps Diferenciais, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, p. 6.

<sup>37</sup> MOURATO, Hélder, *O Contrato Swap de Taxa de Juro*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 51.

<sup>38</sup> No mesmo sentido, TEIXEIRA, Maria Emília, *op. cit.*, p. 42.

<sup>39</sup> O art. 847º nº1 do CC coloca como requisitos a existência de créditos e débitos, exigíveis judicialmente, recíprocos e a fungibilidade do objeto da prestação. Não verificamos, do mesmo modo, qualquer impedimento à aplicação da compensação parcial, prevista no nº2 do mesmo preceito legal.

existência deste sinalagma na base do contrato implica simultaneamente a “aplicabilidade plena do instituto da exceção de não cumprimento do contrato”<sup>40</sup><sup>41</sup>.

Questiona-se também a classificação destes enquanto contratos *intuitu personae*, isto é, em que há relevância quanto à pessoa e características próprias desta com quem se contrata. Por consequência, esta classificação é fulcral para aferir a eventual fungibilidade da obrigação e, conseqüentemente, a aplicação de figuras jurídicas como a cessão da posição contratual. ENGRÁCIA ANTUNES afirma que, sendo estes derivados contratos patrimoniais, se encontra “em regra afastando qualquer *intuitus personae*, sendo irrelevante a pessoa ou qualidades dos contratantes”<sup>42</sup>. Mais moderada mostra-se MARIA CLARA CALHEIROS, afirmando que “a classificação de um contrato de *swap* como *intuitu personae* só pode ser realizada caso a caso”<sup>43</sup><sup>44</sup>. A maior moderação justifica-se, pois existem diversos fatores que poderão relevar neste âmbito, como a solvabilidade, localização da sede ou posição no mercado da empresa. De todo o modo, haverá que averiguar a importância que estes fatores assumiram na celebração do contrato. Somente se justificará a qualificação como contrato *intuitus personae*, caso o mesmo não fosse celebrado na ausência das referidas condições <sup>45</sup>.

Por fim, certos autores pronunciam-se pelo seu cariz de aleatoriedade. Destarte, é um “contrato oneroso, no qual a existência ou valor de uma ou de ambas as prestações depende de um facto futuro e incerto”<sup>46</sup>. Este tema não é doutrinariamente pacífico, com partes defendendo que se trata antes dum contrato comutativo<sup>47</sup>. Nestes, há uma atribuição patrimonial mútua, de valor equivalente, que as partes conhecem *ab initio*.

Ainda que seja correto que ambas as partes sabem, de antemão, que existe uma expectativa de ganho para cada uma, este não nos parece o verdadeiro objeto da prestação. No *swap*, o que ocorre é que as partes submetem o montante das prestações à variação de um qualquer ativo, sendo que não poderão influenciar este de nenhum

---

<sup>40</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, *op. cit.*, p. 45.

<sup>41</sup> Novamente em sentido oposto, MOURATO, Hélder, *op. cit.*, p. 52.

<sup>42</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Os Derivados*, *op. cit.*, p. 98.

<sup>43</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *op. cit.*, p. 86.

<sup>44</sup> No mesmo sentido, MOURATO, Hélder, *op. cit.*, p. 54.

<sup>45</sup> Ainda que tal fator não assumia especial pendor em sede de mercado secundário. Neste sentido, *vide* MOURATO, Hélder, *op. cit.*, p. 54 e TEIXEIRA, Maria Emília, *op. cit.*, p. 49.

<sup>46</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *op. cit.*, p. 87.

<sup>47</sup> Neste sentido, ALMEIDA, António Pereira de, *op. cit.*, p. 66.

modo. Com este risco intrínseco criado pelas outorgantes, “sendo uma das prestações certa e a outra incerta, mesmo assim, estamos perante um contrato aleatório”<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *op. cit.*, p. 89.

## 4. O investidor

Agindo como o dinamismo do mercado, não se poderá subvalorizar a importância dos investidores, enquanto agentes económicos que libertam capital para o funcionamento do sistema financeiro. Consequentemente, cumpre assegurar que as condições de intervenção no mercado são propícias a estes, para garantir um mercado e uma economia sãos.

À proteção dos investidores, subjazem diversas finalidades, nomeadamente: o interesse público, a necessidade de segurança dos mercados, a prossecução da igualdade entre os diversos agentes que aí intervêm e a proteção dos consumidores<sup>49</sup>.

Relativamente ao interesse público, este compõe-se enquanto uma necessidade de proteção da coletividade investidora. Assente em valores constitucionais<sup>50</sup>, o Estado protege o número indeterminado de agentes no mercado, conferindo-lhe direitos para que estes, simultaneamente, possam cumprir os fins públicos. Deste modo, através de normas programáticas e no âmbito da função de supervisão da CMVM, visa-se garantir o correto funcionamento do mercado. No entanto, frise-se que esta proteção é realizada quanto à generalidade destes e não a um investidor concreto. A proteção surge em prol do bem superior do mercado, havendo “uma prevalência desse mesmo interesse sobre o interesse privado de um participante em tal mercado”<sup>51</sup>.

Quanto à segurança dos mercados, o seu interesse decorre da necessidade de garantia das condições destes. Quanto mais transparente e seguro este for, maiores serão as perspectivas de atração de investimento. Destarte, há uma necessidade de promoção da salubridade do mercado para assegurar o funcionamento do mesmo, através da aplicação do aforro neste.

No que concerne à posição dos diversos agentes económicos, o objetivo pretendido prende-se com a reposição de igualdade entre estes, ainda que por vezes esta se fique pelo campo formal<sup>52</sup>. O intuito será a reconstituição de uma paridade, independentemente das diversas conjunturas financeiras. No entanto, não se pode

---

<sup>49</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 23.

<sup>50</sup> Cfr. art. 101º da CRP.

<sup>51</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 25.

<sup>52</sup> *Ibidem*, p. 28.

deixar de salientar a desigualdade (justificada) existente entre os diversos agentes, como, por exemplo, os investidores qualificados e não qualificados.<sup>53</sup>

Por fim, mencione-se o princípio de proteção dos consumidores, aplicando analogamente aos investidores a proteção constitucional plasmada no art. 60º nº1 da CRP<sup>54</sup>. Segundo este, os investidores deveriam ser protegidos na medida em que, no mercado, “consumem” produtos financeiros.<sup>55</sup>

Numa nota conclusiva, frise-se que estes princípios são, obviamente, limitados. Sendo o mercado assente numa perspetiva económica capitalista impõe-se a atenuação através de três vértices: a inevitabilidade do risco, recusa do paternalismo por parte da entidade de supervisão e autorresponsabilização do investidor<sup>56</sup>.

#### **4.1. Investidor qualificado e não qualificado**

Contrariamente aos homens, nem todos os investidores nascem iguais. Tal decorre do conhecimento que estes detêm sobre o funcionamento do mercado. Assim, por um lado, teremos uma classe especializada, os investidores qualificados, de acordo com o art. 30º do CVM. Por outro lado, teremos a classe oposta, os investidores não-qualificados, que necessitarão duma outra proteção no investimento, mas cujo interesse em disponibilizar parte do que aforram no mercado de capitais é crucial.

Observando o art. 30º do CVM, concluímos que não nos é dada uma definição de critérios para esta qualificação jurídica. Em vez disso, a lei indica-nos quais as entidades assim classificadas, nomeadamente instituições de crédito, instituições de investimento coletivo, entre outras. Se atentarmos na DMIF, encontramos uma noção de cliente profissional no seu Anexo II, afirmando que se pode considerar como este o “cliente que dispõe da experiência, dos conhecimentos e da competência necessária para tornar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos que incorre”. Seguidamente, este diploma dá alguns exemplos de clientes profissionais, coincidentes com os integrantes da noção de investidores qualificados

---

<sup>53</sup> SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES faz ainda referência aos ónus de deveres de informação que são colocados aos intermediários financeiros como meio de proteção dos investidores. *Vide* RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, pp. 28-29.

<sup>54</sup> Afirma o mesmo que “os consumidores têm direito a qualidade dos bens e serviços consumidos, à formação e à informação, à proteção da saúde, da segurança e dos seus interesses económicos, bem como à reparação de danos.”

<sup>55</sup> Sobre este tema, cfr., *infra*, ponto 4.2.

<sup>56</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 33.

do art. 30º CVM. Conclui-se, deste modo, que estes investidores qualificados serão os agentes económicos detentores de especializado conhecimento financeiro, pelo que não necessitam de uma tão elevada proteção, em virtude da sua especial capacidade de gestão de risco. Ou seja, poderemos afirmar que esta “tipologia de investidores é aquela que atua sob a bitola da atividade profissional de investimento no domínio do mercado de capitais”<sup>57</sup>.

Não oferecendo a lei uma definição de investidor não-qualificado, chegaremos a esta por um raciocínio de exclusão de partes, isto é, sê-lo-á quem não se enquadre na previsão legal do art. 30º do CVM. Em virtude de tal, a intervenção destes no mercado deverá ser aconselhada e acautelada, existindo diversos ónus na interação com estes, destinados a protegê-los<sup>58</sup>. Novamente, haverá que atender à importância que a intervenção destes também poderá ter no mercado. Igualmente, importa não olvidar que, apesar dum tecido empresarial caracterizado pela pequena e média dimensão, os seus administradores não deverão, necessariamente, abster-se do mercado. Pelo contrário, a sua própria intervenção poderá resultar na alavancagem financeira fulcral para o negócio (como será o caso dos contratos *swap*).

Note-se, igualmente, que esta classificação não é inalterável. Caso não deseje este nível de proteção, o investidor poderá sempre solicitar ao seu intermediário financeiro o tratamento enquanto investidor qualificado, desde que preencha os requisitos impostos pelo art. 317º-B do CVM.

## **4.2. Investidor não qualificado e consumidor de produtos financeiros**

Uma questão que suscita aceso debate doutrinal prende-se com a qualificação do investidor, colocando-se a questão sobre a eventual aplicação a este das proteções constitucionais que são direcionadas ao consumidor, conforme previsto no art. 60º nº1 CRP. Através desta aplicação, concretizar-se-ia o princípio da proteção do investidor, com a lei como égide deste, enquanto parte mais frágil face aos agentes económicos que regularmente atuam no mercado. No entanto, este ideal terá que ser igualmente

---

<sup>57</sup> ASCENSÃO, José Oliveira, *A Proteção do Investidor* in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IV, 2003, Lisboa, Coimbra Editora, p. 18 *apud* SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 104.

<sup>58</sup> A título de mero exemplo, o art. 321º nº1 do CVM prevê que os contratos de intermediação financeira celebrados com investidores não-qualificados têm que revestir a forma escrita, sendo que a nulidade de inobservância de forma só poderá ser invocada por estes.

contrabalançado. O mercado de capitais tem como base a responsabilização dos investidores pelos seus atos, sendo que há que evitar o paternalismo da lei.

Foquemo-nos, primeiramente, na DMIF. Observando o art. 4º nº10 desta, não nos é dada uma noção de investidor ou consumidor, mas antes de cliente. Este será qualquer pessoa singular ou coletiva a quem uma empresa de investimento presta serviços de investimento e/ou serviços auxiliares. Ora, deste modo, podemos concluir que esta é uma delimitação abstrata, que nunca se poderá identificar com o conceito de investidor. O cliente é a pessoa que se relaciona contratualmente com um intermediário que presta serviços de investimento, e que, por via deste vínculo jurídico, contrai obrigações e é protegido por direitos<sup>59</sup>. Um investidor será qualquer agente económico que disponibiliza parte do seu aforro para o mercado financeiro, com o intuito de obter uma qualquer vantagem, podendo fazê-lo de modo independente (caso dos investidores qualificados). Porém, estes conceitos não são mutuamente exclusivos. Pelo contrário, usualmente, quem investe é, também, um cliente, em virtude de não deter os conhecimentos técnicos necessários para poder agir livremente no mercado. Assim sendo, há uma aquisição de um produto por este, situação jurídica que terá que ser protegida.

Cumprirá, a propósito, mencionar a noção de consumidor, num momento anterior à análise dos diversos argumentos. De acordo com o art. 2º nº1 da Lei nº 24/96, considera-se consumidor todo aquele a que sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional, por pessoa que exerça, com carácter profissional, uma atividade económica que vise a obtenção de benefícios. Como nota SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, em momento algum é efetuada uma exclusão a bens e serviços financeiros<sup>60</sup>.

A divergência doutrinal em questão prende-se, em parte, por uma perspetiva que consumo e investimento são ideias incompatíveis. Enquanto a primeira se destina a destruir o valor através do consumo dos recursos excedentes, a segunda encontra-se “orientada a traduzir a conservação desse valor, colocando-o a render porque não fora consumido”<sup>61</sup>. A esta posição, contrapõe-se o ideário que o investidor não-qualificado

---

<sup>59</sup> A mesma noção é defendida pela doutrina espanhola. A este propósito, *vide* ZUNZUNEGUI, Fernando. *Hacia un estatuto del inversor*, RDMF Working paper 1/26, dezembro de 2006, p.4.

<sup>60</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 31.

<sup>61</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 30.

e consumidor não possui as mesmas capacidades técnicas de atuação no mercado e, como tal, necessita igualmente de ser protegido no mesmo.

Tal discordância assumiu maior preponderância, devido à equiparação que é feita no CVM entre investidores não qualificados e consumidores<sup>62</sup>. No entanto, como afirma SIMÃO MENDES DE SOUSA, nesta situação, estes são apenas equiparados porque o legislador entendeu existir uma analogia de situações<sup>63</sup>.

A questão de diferente proteção dos investidores não foi, porém, a única manifestação desta divergência. Para além de tal, na doutrina também “se dividia acerca da natureza da responsabilidade emergente para os prestadores de serviços financeiros por violação destes deveres, sendo que uma parte da doutrina dizia que consubstanciaria responsabilidade pré-contratual e outros defendiam que seria responsabilidade delitual”<sup>64</sup>.

Deparamo-nos com uma clara dicotomia. Assim o será, pelo menos, em termos teóricos. Na nossa opinião, a razão prática deverá ditar o caminho, pelo que não devemos encarar esta equiparação como uma interpretação desconcertada da realidade do mercado de capitais. Neste sentido, a aplicação de princípios de Direito do Consumo neste contexto não deverá ser encarada como a ignorância dos princípios do mercado de capitais, mas antes como uma adaptação à realidade social vigente.

Importará não olvidar que a sociedade portuguesa se pauta por um público investidor que não detém um pleno conhecimento do funcionamento do mercado. Aliás, em função de tal, os seus maiores investimentos centram-se inclusivamente em produtos de baixo risco como certificados de aforro<sup>65</sup>. Certamente que o caminho ideal não passa por uma abordagem legal paternalista, na medida em que o princípio da responsabilização pelo investimento é incontornável no mercado de capitais. Não obstante, “o princípio da proteção dos investidores tem cabimento enquanto expressão da necessidade do Estado proteger quem adquire bens – em concreto, valores mobiliários – em condições assimétricas ou mesmo de inferioridade, designadamente

---

<sup>62</sup> O art. 321º n.º3 do CVM expressa o seguinte:

“Aos contratos de intermediação financeira é aplicável o regime das cláusulas contratuais gerais, sendo para esse efeito os investidores não qualificados equiparados a consumidores”.

<sup>63</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 112.

<sup>64</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, *op. cit.*, p. 175.

<sup>65</sup> Para mais informações, cfr. “O Perfil do Investidor Particular Português”, estudo realizado pela CMVM e disponível para consulta em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Pages/O%20Perfil%20do%20Investidor%20Particular%20Portugu%C3%AAs.aspx>

informativa”<sup>66</sup>. Atendendo a esta conjuntura, não nos aparenta ser problemática a aplicação de normas protetoras de Direito do Consumo aos investidores não-qualificados, enquanto contraentes débeis. A evolução legislativa vai, aliás, nesse sentido, após a crise financeira de 2007, como podemos observar pelos deveres impostos pela DMIF II<sup>67</sup>.

Ainda que se possa aceitar que não “possa haver uma equivalência do estatuto jurídico”<sup>68</sup>, pela diversidade concetual, a motivação subjacente parece-nos clara o suficiente para que os investidores não-qualificados disponham dessa mesma proteção. Pese embora a estratégia dever passar pela educação e formação dos intervenientes do mercado, para que assim se possa atingir um mercado mais eficiente, não se poderá preterir, de forma alguma, o princípio da proteção dos investidores.

Destarte, pronunciamo-nos pela aplicabilidade do art. 60º da CRP, sendo que, assim, os investidores não-qualificados têm direito à qualidade dos bens e dos serviços consumidos, à formação e à informação, à proteção dos seus interesses económicos, bem como à reparação de danos<sup>69</sup>. Do mesmo modo, também o art. 81º da CRP deverá ser aplicável, num intuito de garantia de defesa dos interesses e direitos dos consumidores, enquanto incumbência do Estado<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 31.

<sup>67</sup> Cfr. *infra*, ponto 5.4.

<sup>68</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 113.

<sup>69</sup> No mesmo sentido, cfr. RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 32.

<sup>70</sup> *Ibidem*.

## 5. A informação e a intermediação financeira

Explanadas as questões principais subjacentes quanto ao produto financeiro e quanto ao agente de mercado que o busca, resta falar do terceiro vértice desta relação: o intermediário financeiro.

Serão intermediários financeiros “aquelas pessoas singulares ou coletivas cujo objeto consiste no exercício profissional de uma ou mais das atividades de intermediação em instrumentos financeiros previstas na lei”<sup>71</sup>. Assim, serão intermediários os agentes do mercado que facilitam o encontro de vontades entre estes. Porém, tal noção poderá falhar uma noção realista da importância destes. Como refere SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, estes têm “um impacto direto muito significativo sobre as decisões dos investidores, pelo que aqueles representam também um canal privilegiado por onde encetar a proteção destes”<sup>72</sup>.

Frise-se, porém, quanto à temática da informação, que o propósito não consistirá na retirada plena do risco no investimento, mas antes a garantia da consciência deste. Poderemos falar, deste modo, numa obrigação dos intermediários de garantia de liberdade e consciência do investimento.

Importa questionar sobre a qualidade desta informação a prestar pelos intermediários financeiros. Dispõe o art. 7º do CVM que esta deverá ser completa, atual, clara, objetiva e lícita. Desconstruamos esta definição.

Primeiramente, sendo completa, esta terá que ser suficiente para a tomada de uma decisão esclarecida. Quanto ao requisito da atualidade, este é de “difícil perceção, uma vez que se pode verificar que aquilo que se toma por atual varia de um momento para o outro sem que isso constitua um ilícito pelo qual o intermediário financeiro deva responder”<sup>73</sup>. Exigir-se-á de todo o modo, o comportamento mais diligente possível por parte do intermediário neste contexto (a título de exemplo, fornecimento da última cotação de mercado do instrumento financeiro visado pelo investidor). A informação será clara sempre que, quando informado, o investidor compreenda as especificidades e funcionamento deste instrumento, sendo dissipadas todas as dúvidas razoáveis que este tenha. Analisando o cariz de objetividade, enfatiza-se o modo como o produto é

---

<sup>71</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 56, abril de 2017, p. 31

<sup>72</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento, *op. cit.*, p. 42.

<sup>73</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 58.

apresentado ao investidor: terá que ser apresentado sem alusões ou recursos a expressões que possam conduzir o investidor em erro. Assim, em vez de tal, esta informação terá que ser o mais factual possível, não deixando margem para a formulação de ideias diversas quanto à segurança ou futuro do investimento. Quanto à licitude da informação, decorre da necessidade de cumprimento das normas jurídicas na obtenção desta, bem como na transmissão da mesma ao potencial investidor.

Esta relação tripartida exigirá, portanto, uma sintonia clara. Para que o mercado funcione, será sempre necessário que os intermediários financeiros prestem a informação corretamente aos investidores. Não obstante, frisemos: não se pretende um paternalismo dos intermediários, uma vez que “a proteção não se encontra na decisão de investimento, mas sim, no processo que leva à decisão de investimento”<sup>74</sup>. Não se quer proibir que o investidor arrisque ou erre. Permite-se que este o faça, mas por decisão consciente, e não devido à assimetria de informação vigente.

## **5.1. Princípios da intermediação financeira**

Como mencionado supra, a atividade da intermediação financeira vê-se regulada pelos princípios vertidos no art. 304º do CVM. Tendo sido transpostos para a legislação portuguesa por imposição da DMIF, têm estes a missão de transmitir uma maior transparência e segurança do mercado para os potenciais investidores, permitindo, destarte, a maior eficiência da economia de capitais vigente.

Ora, como refere FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, “tais preceitos são insitos à atividade de intermediação financeira, que são indissociáveis da mesma, que não há como se conceber a atividade de intermediação sem a observância de tais vetores”<sup>75</sup>. Neste sentido, o art. 304º do CVM procede à estruturação da atividade.

Estes deveres conformarão a conduta geral dos intermediários financeiros, pese embora a controversa classificação jurídica dos mesmos. A divergência doutrinal deve-se à consideração destes princípios enquanto meros valores axiológicos da atuação no mercado ou, por contraposição, de serem considerados enquanto deveres

---

<sup>74</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 55.

<sup>75</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro, “Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seu cliente e sua responsabilidade civil”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 31, dezembro de 2008, p. 52.

genéricos, com aplicabilidade direta (e, conseqüentemente, podendo originar responsabilidade dos intermediários financeiros em questão).

Neste sentido, debate-se a eventual relevância do incumprimento nestes deveres, no âmbito de responsabilidade civil. Quanto à responsabilidade contraordenacional, FAZENDA MARTINS suscita a eventual aplicação da norma residual<sup>76</sup>, prevista no art. 400º do CVM. Apesar da utilização de um conceito indeterminado para preenchimento do tipo legal, o autor afirma que tal “pode não ser obstáculo à passagem neste teste, pois como é sabido, mesmo no direito penal, a indeterminação e a vaguidade dos conceitos não é incompatível com o princípio da legalidade”<sup>77</sup>. Na mesma linha doutrinal, FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, destaca que estes princípios estipulados no art. 304º do CVM, são igualmente aplicáveis diretamente no caso concreto<sup>78</sup>, em caso de ausência de norma concreta. Não obstante, o autor alerta ainda que se estes “não forem especializados por deveres específicos, para que na análise do cumprimento desses se possa verificar a observância do dever genérico, ou se não for analisado o seu cumprimento na análise de uma situação concreta, não há como avaliar se a conduta do agente observou esse dever genérico”<sup>79</sup>.

Num prisma jurisprudencial<sup>80</sup>, não parece existir também oposição à aplicação direta destes princípios, podendo o incumprimento destes originar responsabilidade extracontratual.

Cumprirá efetuar uma breve análise aos princípios vigentes, consistindo estes em: proteção dos interesses dos clientes; proteção da eficiência do mercado; atuação segundo os ditames da boa fé; *know your customer*; sigilo profissional.

O princípio da proteção do interesse nos clientes surge-nos no art. 304º nº 1, decorrendo deste que o seu superior conhecimento das vicissitudes do mercado

---

<sup>76</sup> MARTINS, Fazenda, “Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, abril de 2000, pp. 332-333.

<sup>77</sup> MARTINS, Fazenda, *op. cit.*, p. 333

<sup>78</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 52.

<sup>79</sup> *Ibidem*.

<sup>80</sup> Lê-se o seguinte no Ac. STJ, 10-1-2013, Proc. 89/10.4TVPR.T.P1.S1 (Tavares de Paiva): “Além desta responsabilidade contratual nos termos descritos existe também responsabilidade extracontratual por parte do banco réu, **em consequência da violação dos deveres não só do exercício da sua atividade de intermediário financeiro, nomeadamente os princípios orientadores consagrados no art. 304 do CVM, como sejam os ditames da boa fé, elevado padrão de diligência, lealdade e transparência**, como também da violação dos mais elementares deveres de informação a que aludem os artigos 7º nº1 e 312 nº1 ambos do CVM, **fazendo, assim, incorrer o banco réu na responsabilidade**, a que alude o art. 314 nº1 do CVM, sendo certo também que o banco Réu não ilidiu a presunção legal de culpa do nº2 do citado art. 314, constituindo-se por essa via também na obrigação de indemnizar os danos causado à autora.” (negrito nosso).

financeiro vincula-os a uma atitude de constante cautela nas decisões de investimento dos seus clientes. Destarte, os intermediários não se podem limitar à mera execução das ordens dos seus clientes, mas antes devendo-os alertar para os riscos e possíveis consequências das decisões de investimento destes.

Numa perspetiva mais abrangente, encontra-se o princípio da proteção da eficiência no mercado. Sendo os intermediários o ponto de contacto entre os investidores e o mercado de capitais, cabe-lhes a missão de orientar as condutas destes num sentido de defesa do interesse público subjacente.

Quanto à atuação de boa fé, nem sempre se revela fácil a concretização deste, dado se tratar dum conceito indeterminado. Suscitou-se, igualmente, a questão deste princípio representar apenas um papel secundário<sup>81</sup> ou antes ser um “princípio fundamental da intermediação financeira que estabelece deveres de conduta diligente, leal e transparente para o intermediário financeiro como verdadeiros e próprios deveres de prestação decorrentes, de boa fé”<sup>82</sup>, posição com a qual nos identificamos<sup>83</sup>.

O princípio *know your customer* estipula uma obrigatória proximidade e adaptabilidade ao investidor. Assim, impõe-se uma “postura ativa de recolha de informação junto dos clientes relativamente a três aspetos fundamentais: o conhecimento e a experiência financeiros do cliente (...), a situação financeira do cliente, (...) e ainda os objetivos do investimento”<sup>84</sup>.

Quanto ao princípio do sigilo profissional, caberá apenas afirmar que “possui características concretas, que decorrem diretamente do mesmo, um dever concreto de conduta”<sup>85</sup>. Consequentemente, a violação deste princípio fundamental originará a responsabilização do intermediário financeiro.

## 5.2. Deveres dos intermediários financeiros

Esclarecida esta relação tripartida, será tempo de nos focarmos na conduta dos intermediários financeiros. Esta será regulada pelos princípios citados supra, bem como por uma série de deveres que são impostos aos intermediários financeiros,

---

<sup>81</sup> Neste sentido, TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 60.

<sup>82</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Deveres...”, *op. cit.*, p. 34.

<sup>83</sup> Também neste sentido, SANTOS, G. Castilho, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Almedina, Coimbra, 2008, p. 98.

<sup>84</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Deveres...”, *op. cit.*, p. 35.

<sup>85</sup> Neste sentido, TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 63.

através de diversas fontes normativas. Destarte, estes “consustanciam verdadeiros e próprios deveres jurídicos de conduta profissional no exercício das atividades de intermediação financeira (...), cuja violação por parte dos intermediários financeiros pode ser fonte para estes de responsabilidade civil e consequente obrigação de indemnização perante os respetivos clientes”<sup>86</sup>.

Ademais, sendo a intermediação financeira uma atividade em que o exercício está condicionado ao cumprimento de certos pré-requisitos, a correção da conduta assume uma maior preponderância: isto porque significa que as autoridades administrativas, sabendo dos riscos inerentes ao erróneo exercício da intermediação financeira, confiaram nestas entidades para que com estas interajam não só os clientes, como todo o mercado.

Começamos pela segmentação dos deveres em questão, segundo FAZENDA MARTINS. De acordo com este, poderemos dividi-los em quatro grupos. Assim, teremos deveres decorrentes de relações contratuais ou pré-contratuais com os clientes, deveres decorrentes das relações com qualquer dos intervenientes no mercado, deveres gerais e deveres organizativos<sup>87</sup>.

A primeira categoria é centrada na interação entre o intermediário e os clientes. Consequentemente, subsume-se a esta os deveres de prevalência dos interesses dos clientes (no art. 309º nº3 do CVM), de adequação da operação de investimento ao cliente (previsto no art. 314º e ss. do CVM), de sigilo (art. 304º nº4 do CVM) e, finalmente, os deveres de informação<sup>88</sup>.

Quanto aos deveres decorrentes de relações com quaisquer intervenientes no mercado, FAZENDA MARTINS considera que se incluirão nestes aqueles deveres que parte da doutrina considera acessórios<sup>89</sup>: referimo-nos ao dever de atuação de acordo com a boa fé e segundo critérios de diligência, lealdade e transparência.

No que toca à categoria de deveres de defesa e proteção do mercado, a mesma refere-se aos intermediários financeiros, sobre os quais impende uma missão de proteção da credibilidade e transparência do mercado, de modo a assegurar o correto funcionamento deste. Trata-se duma questão de manutenção e preservação do ecossistema financeiro: “o caráter profissional da intermediação, não apenas protege

---

<sup>86</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Deveres ...”, *op. cit.*, p. 37.

<sup>87</sup> MARTINS, Fazenda, *op. cit.*, p. 334.

<sup>88</sup> Cfr. *infra* ponto 5.2.1.

<sup>89</sup> Neste sentido, TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 60.

os investidores, como torna mais racional a oferta e a procura de valores que nele se encontram, permitindo um adequado funcionamento do mercado.”<sup>90</sup>.

Finalmente, destaca-se a categoria dos deveres organizativos. Essencial para o correto funcionamento da atividade dos intermediários financeiros, salienta a necessidade de adoção duma metodologia procedimental por parte destes. Neste sentido, encontramos previstos o dever de organização interna, prevista no art. 305º e ss. do CVM, bem como o dever de conservação documental (nos artigos 307º, 307º-A e 307ºB do mesmo) e o fulcral dever de segregação patrimonial, patente no art. 306º do CVM, salvaguardando a separação de patrimónios de investidores e intermediários financeiros (evitando a transmissão de efeitos de uma parte para a esfera jurídica da outra).

### **5.2.1. Deveres de informação dos intermediários financeiros**

Não obstante a menção geral aos diversos deveres assumidos pelos intermediários financeiros, será aos deveres de informação a prestar por estes que dedicaremos especial atenção. Tendo nos pronunciado já quanto à relevância da informação supra<sup>91</sup>, tomemos apenas como noção introdutória que a existência destes deveres se justifica numa ótica de proteção do mercado de capitais e dos seus investidores. A conduta destes deverá sempre ser pautada pela correção, visto estes serem um “elo de ligação entre o investidor e o mercado, gozando de uma posição de tal modo importante que, querendo podem causar danos irreparáveis não só aos investidores, como também, ao mercado como um todo”<sup>92</sup>. Além disso, estes deveres pressupõem um comportamento ativo do intermediário financeiro, “não podendo limitar-se à simples satisfação de eventuais pedidos de esclarecimento solicitados pelo cliente, num significativo reconhecimento da complexidade do mercado de capitais e da necessidade de salvaguardar a confiança dos investidores”<sup>93</sup>.

Na generalidade, estes deveres encontram-se previstos no CVM, mas também se encontram normas sobre esta matéria em outras fontes como o Regulamento da CMVM nº2/2007 e nº2/2012. Estes deveres podem ser divididos em dois grupos

---

<sup>90</sup> MARTINS, Fazenda, *op. cit.*, p. 347.

<sup>91</sup> Cfr. *supra* ponto 5.

<sup>92</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 63.

<sup>93</sup> Ac. do STJ de 12-01-2017, Proc. Nº 428/12.3TCFUN.L1.S1, (OLINDO GERALDES).

fundamentais: deveres de informação pré-contratual e os deveres de informação contratual e pós-contratual<sup>9495</sup>.

Os deveres de informação pré-contratual regulam as informações a prestar pelo intermediário financeiro a um “potencial cliente”, ou seja, a uma contraparte ainda antes que exista um vínculo contratual entre estas. Assim, o art. 312º nº1 do CVM dispõe que este deve prestar “todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada”. Observando o mesmo por outro prisma, conclui-se que o potencial investidor tem um “direito subjetivo de exigir informação do intermediário, mesmo antes da realização de qualquer serviço, ou da formalização de qualquer contrato”<sup>96</sup>. O objetivo será que a tomada de decisão não seja influenciada por um déficit informativo, não relevando se esta é uma decisão de investimento acertada ou não. Como menciona FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, “é indiferente em relação ao intermediário financeiro se a decisão de investimento é equivocada, ou não, pois a decisão final deve ser sempre do investidor”<sup>97</sup>. Ainda quanto a este artigo, de referir que a enumeração efetuada por esta não é taxativa, mas meramente exemplificativa, como se verifica pelo termo “nomeadamente”. Assim, não se exclui a possibilidade de inclusão, neste dever, de outras informações que sejam, por algum modo, essenciais ao processo decisório esclarecido<sup>98</sup>.

Passemos ao segundo número deste artigo. Determinando que “a extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente”, surge-nos como uma manifestação do princípio *know your customer*. Vigora um princípio de proporcionalidade inversa quanto a este, devendo o intermediário financeiro explicar aquilo que, por vezes, não será necessário fazer quanto a um investidor médio. Cumprirá salientar, porém, que este preceito se aplica somente em relação aos clientes do intermediário financeiro e não a um potencial investidor<sup>99</sup>. Assim sendo, por efeito do vínculo existente entre as partes, estes dispõem duma maior proteção jurídica, acautelando-se, de modo mais eficaz, os efeitos da assimetria informativa.

---

<sup>94</sup> Seguindo a mesma orientação, cfr. ANTUNES, José Engrácia, “Deveres...”, *op. cit.*, p. 38.

<sup>95</sup> Neste sentido, na doutrina italiana, cfr. GUIDOTTI, Rolandino, L’Inosservanza degli Obblighi di Informazione degli Intermediari Finanziari, , Il Caso, I, setembro de 2017, p. 5.

<sup>96</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, pp. 68-69.

<sup>97</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 68.

<sup>98</sup> Neste sentido, cfr. TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 68 e Sousa, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 63.

<sup>99</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro, *op. cit.*, p. 70.

Baseando-se a informação a prestar nos padrões de qualidade previstos por estas normas, a previsão legal que se segue destina-se a definir os “deveres secundários de prestação no âmbito da relação jurídico-negocial a estabelecer entre intermediário e cliente”<sup>100</sup>. Será pelo respeito destes procedimentos que se assegurará a correta prestação da informação. Nesse sentido, encontramos normas relativas à forma da informação (art. 312º n.º 3 a 7), qualidade desta (art. 312º-A), o momento da prestação (art. 312º-B) e dados relativos à proteção do património dos clientes (art. 312º-F do CVM) e quanto ao próprio intermediário financeiro (art. 312º-C) e. Haverá também que ressaltar o art. 312º-E do CVM, que aborda a informação relativa aos instrumentos financeiros. Atendendo à problemática do cumprimento destes deveres na celebração de contratos *swap*, verificamos que este artigo impõe que os intermediários financeiros explicitem com um “grau suficiente de pormenorização, a natureza e os riscos do tipo de instrumento financeiro em causa”, bem como uma detalhada descrição dos riscos. Destaque-se que o investidor tem que ser obrigatoriamente informado do facto de “poder assumir, em resultado de operações sobre o instrumento financeiro, compromissos financeiros e outras obrigações adicionais, além do custo de aquisição do mesmo”, como refere o artigo 312º-E n.º 2 na sua alínea c).

Por outro lado, temos o grupo dos deveres de informação contratual e pós-contratual. Estes encontram-se essencialmente previstos nos artigos 323º e ss. do CVM. Por contraposição à primeira categoria, estes constituem “deveres acessórios de conduta do serviço ou contrato de intermediação financeira celebrado entre intermediário e cliente, destinados a assegurar o regular desenvolvimento da relação negocial e a plena satisfação dos interesses do cliente”<sup>101</sup>. Assim, a conduta a adotar pelos intermediários financeiros é estritamente regulada, de modo a garantir uma continuidade de informação, em âmbitos como a execução de ordens (art. 323º do CVM) ou na gestão de carteiras (art. 323º-A do CVM). Pretende-se, destarte, que o investidor entre no mercado com consciência da decisão que está a tomar e que mantenha essa situação de pleno conhecimento durante o decurso do contrato. Tal importará para que se assegure o respeito pelo princípio da proteção do investidor, bem como da eficiência do mercado.

Além do positivado no CVM, há que mencionar o Regulamento 2/2007 da CMVM. Através do art. 14º deste diploma, destinado aos investidores não-

---

<sup>100</sup> ANTUNES, José Engrácia, “Deveres ...”, *op. cit.*, p. 39.

<sup>101</sup> *Ibidem*.

qualificados, e do seu art. 28º, destinada já aos clientes, impende sobre o intermediário financeiro uma extensão dos deveres de informação pré-contratual e contratual, que tivemos oportunidade de referir previamente.

Em seguida, haverá que salientar o Regulamento 2/2012 da CMVM, emitido já num momento posterior à crise financeira de 2007 e, conseqüentemente, direcionado a corrigir os erros que estiveram na base desta. Assim, um dos focos deste diploma é precisamente a falta de literacia financeira dos investidores e conseqüente necessidade de suprimimento de assimetria informativa. Neste sentido, o diploma centra-se nos três momentos de informação através das suas seções: relativamente à pré-contratual (à qual é dada especial relevância), encontramos os artigos 5º e ss.; o momento contratual é previsto apenas pelo art. 17º; as normas quanto a informação pós-contratual, encontram-se nos artigos 18º a 20º. O maior destaque deverá ir para os preceitos conexos ao momento pré-contratual. Os artigos 5º e 6º do diploma asseguram a existência de um documento informativo direcionado ao investidor, complementando os deveres vertidos no CVM. Além de tal, o artigo 11º, similarmente ao artigo 312º-E do CVM, estipula que exista uma descrição do produto financeiro, descrevendo características como o período de comercialização ou as condições de remuneração do investimento. Como afirma SIMÃO MENDES DE SOUSA, parece “poder dizer-se que o regulador pretendeu acautelar todos aqueles casos de possível indução em erro do investidor por parte do intermediário financeiro”<sup>102</sup>.

### **5.3. Deveres impostos pela LCCG**

Por força da génese OTC dos *swaps* que são celebrados entre intermediários financeiros e investidores não-qualificados, o recurso ao instituto das cláusulas contratuais gerais é uma tendência generalizada. Destarte, tratam-se de “cláusulas elaboradas, sem prévia negociação individual, como elementos de um projeto de

---

<sup>102</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 86.

contrato de adesão, destinadas a tornar-se vinculativa quando proponentes ou destinatários indeterminados se limitem a subscrever ou aceitar esse projeto”<sup>103104105</sup>.

A LCCG visa, através da sua previsão legal, combater a desigualdade negocial existente entre as partes, recorrendo para tal a três ideais orientadores.

Primeiramente, haverá que enfatizar que neste tipo de celebração, não vigora uma plena paridade entre as partes, dado que a realidade empresarial contemporânea é incompatível com a negociação contratual. O recurso a este modelo contratual permite a redução de custos e tempo, mas levanta problemas como um possível abuso de poder<sup>106</sup>. Afinal, a elaboração destas atende “preferencialmente aos interesses de quem as ditou em detrimento dos daqueles a quem se dirigem”<sup>107</sup>.

Consequentemente, e enquanto segundo vetor, ressalve-se que “o conteúdo clausular não é precedido de uma negociação individual, sendo unilateralmente definido por um dos contraentes”<sup>108</sup>. Encontramo-nos, portanto, face a um contrato de adesão<sup>109</sup>, por força do qual um dos contraentes encontra-se debilitado<sup>110</sup> pela posição mais informada do predisponente, sendo forçado apenas a aceitar ou rejeitar a proposta.

Um último fator prende-se com a ideia de generalidade e indeterminação subjacente a este modelo. Como refere SIMÃO MENDES DE SOUSA “este tipo de clausulados tem três características fundamentais, a saber: (i) pré-elaboração do

---

<sup>103</sup> TELLES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, p. 318.

<sup>104</sup> Neste sentido, cfr. ANTUNES, Ana Filipa Morais, *Comentário à Lei das Cláusulas Contratuais Gerais*, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2013, p. 15.

<sup>105</sup> Na doutrina espanhola, cfr. GRIMALT, Llodrà Francisca, *El Contrato Celebrado bajo Condiciones Generales*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2002, pp. 114-115.

<sup>106</sup> Afirma o Preâmbulo da LCCG, no seu ponto 5, que “apresentam-se as cláusulas contratuais gerais como algo de necessário, que resulta das características e amplitude das sociedades modernas. Em última análise, as padronizações negociais favorecem o dinamismo do tráfico jurídico, conduzindo a uma racionalização ou normalização e a uma eficácia benéficas aos próprios consumidores. Mas não deve esquecer-se que o predisponente pode derivar do sistema certas vantagens que signifiquem restrições, despesas ou encargos menos razoáveis ou iníquos para os particulares.”

<sup>107</sup> BARROS, José Manuel de Araújo, *Cláusulas Contratuais Gerais*, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 19.

<sup>108</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 90.

<sup>109</sup> O Ac. do TRL, 01-03-2012, Proc. N.º 26396/09.0T2SNT.L1-6 (JERÓNIMO FREITAS) definiu este como “aquele em que um dos contraentes, não tendo participação na preparação das respetivas cláusulas, se limita a aceitar o texto que o outro contraente, normalmente uma empresa de apreciável dimensão, elaborou e apresenta já impresso, em geral, ao público interessado.”

<sup>110</sup> Saliente-se que esta debilidade não se deve somente ao poderio económico das partes, relevando a assimetria informativa entre as partes. Como afirma ARAÚJO BARROS, “se o homem mais rico do mundo se apresentar a comprar artigos de cosmética, estará em posição contratual mais débil do que o fabricante dos mesmos, por mais modesto que este seja.” Cfr. BARROS, José Manuel de Araújo, *Cláusulas Contratuais Gerais*, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 19.

disposto contratual, disponível para contratação em massa, mantendo-se; (ii) rígidas, imutáveis e independentes da adesão ou não; por último, (iii) estas podem ser utilizados por sujeitos indeterminados, sendo estes proponentes ou destinatários.”<sup>111</sup>.

Explicitada a motivação, cingir-nos-emos, no objeto deste estudo, à previsão legal do Capítulo II da LCCG.

Começando pelo art. 4º, este estipula que “podem ser inseridas em contratos singulares e com algum grau de personalização, cláusulas que inicialmente tenham sido designadas a uma imensidão de contratos, sendo esta extensão operada por meio de aceitação da proposta contratual”<sup>112</sup>, estabelecendo um princípio de inclusão. Este significa que “não se autoriza, pois, a celebração de contratos sem o concurso da vontade do aderente ou destinatário”<sup>113</sup>. Respeitando o disposto quanto à aceitação no artigo 232º<sup>114</sup> do CC, é fulcral que a vontade se forme livre e esclarecidamente: para tal, relevarão os deveres de informação nos arts. 5º a 9º da LCCG.

Incidindo sobre o dever de comunicação, o art. 5º age em dois momentos diversos: primeiro, relativo à emissão da proposta contratual (previsto no nº1 deste); em seguida, no momento da receção da proposta. Com efeito, “a comunicação não só deverá ser completa, abrangendo a globalidade das condições negociais em causa, como deverá igualmente mostrar-se idónea para a produção de um certo resultado: tornar possível o real conhecimento das cláusulas pela contraparte”.<sup>115</sup>

Por fim, protegendo o recetor, imputa o ónus da prova àquela que submeta as cláusulas em questão, no seu nº3. Não obstante, tal não significa um paternalismo do legislador. Desde logo na avaliação da idoneidade deste dever de comunicação, bastará que “os padrões de comunicação sejam considerados adequados face a um homem médio, um bom pai de família”<sup>116</sup>.

Exigir-se-á, portanto, que a comunicação seja integral, adequada e atempada. Visa-se, destarte, que o aderente possa “possuir um conhecimento antecipada da existência de cláusulas contratuais gerais, bem como o conhecimento do seu conteúdo e extensão no futuro contrato”<sup>117</sup>.

---

<sup>111</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 90.

<sup>112</sup> *Ibidem*, p. 91.

<sup>113</sup> ANTUNES, Ana Filipa Morais, *op. cit.*, p. 82.

<sup>114</sup> O mesmo dita que “o contrato não fica concluído enquanto as partes não houverem acordado em todas as cláusulas sobre as quais qualquer delas tenha julgado necessário o acordo.”.

<sup>115</sup> SÁ, Almeno de, *Cláusulas Contratuais Gerais e Diretiva sobre Cláusulas Abusivas*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2000, p. 60.

<sup>116</sup> TEIXEIRA, Maria Emília, *O Contrato...*, *op. cit.*, p. 164.

<sup>117</sup> SOUSA, Simão Mendes de, *op. cit.*, p. 93.

Coadjuvando este dever, o art. 6º da LCCG impõe um dever de informação pelo predisponente ao destinatário quanto à aclaração das cláusulas que o justifiquem. Como salienta ARAÚJO BARROS, “visando ambas a eficaz apreensão da proposta contratual, enquanto o dever de comunicação procura garantir o conhecimento efetivo desta, o dever de informação propõe-se assegurar a compreensão da mensagem que lhe está subjacente”<sup>118</sup>. Assim, em concordância com a boa-fé imposta pelo art. 227º do CC, aprofunda-se o dever pré-contratual de esclarecimento, no caso concreto, “de forma a que a contraparte tome consciência do seu significado e alcance no quadro global do programa contratual”<sup>119</sup>.

Por sua vez, o art. 7º consagra o princípio da prevalência das cláusulas especificamente negociadas entre as partes, em caso de incompatibilidade. Isto porque “presume-se que as cláusulas acordadas entre as partes são aquelas que manifestam, de forma mais adequada, os interesses que se pretendem tutelar”<sup>120</sup>. Pretende-se, assim, a vigência clara do mútuo consenso.

Já o art. 8º da LCCG ocupa-se da consequência jurídica da violação dos deveres supracitados: a exclusão dos contratos singulares. A alínea a) refere-se às cláusulas que tenham violado o disposto no art. 5º; por sua vez, a alínea b) reporta-se ao dever de informação estipulado no art. 6º; a alínea c) incide sobre as cláusulas que passem despercebidas a um homem-médio, na posição do contratante, prevenindo o surgimento das cláusulas-surpresa ou *Überraschungsklauseln*<sup>121</sup>; por fim, a alínea d), dirige-se às cláusulas inseridas em formulários após a assinatura dos contraentes<sup>122</sup>.

O art. 9º esclarece que a consequência jurídica da violação jurídica dos deveres referidos será apenas a exclusão das cláusulas e não a nulidade do acordo. Como manifestação do corolário da conservação do negócio jurídico, salvaguarda-se, destarte, os interesses do aderente, “vigorando quanto aos aspetos regulativos afetados pela exclusão, as normas supletivas aplicáveis, recorrendo-se ainda, em caso de necessidade, às regras do CC atinentes à integração do negócio jurídico”<sup>123</sup>.

---

<sup>118</sup> BARROS, José Manuel de Araújo, *op. cit.*, p. 92.

<sup>119</sup> SÁ, Almeno de, *op. cit.*, p. 62.

<sup>120</sup> ANTUNES, Ana Filipa Morais, *op. cit.*, p. 160.

<sup>121</sup> Neste tema, a lei alemã, na seção 305c do BGB, dita que as cláusulas que surjam no acordo de forma descontextualizada face a este e suas circunstâncias de celebração, de modo a que o destinatário não as pudesse prever, não se incluem no contrato.

<sup>122</sup> Sobre este tema, cfr. ANTUNES, Ana Filipa Morais, *op. cit.*, pp. 186-188.

<sup>123</sup> SÁ, Almeno de, *op. cit.*, p. 63.

## 5.4. A DMIF II e os deveres dos intermediários financeiros

Apesar dos passos dados a nível comunitário com a DMIF, a crise financeira de 2007 expôs algumas debilidades do mercado. Com a recessão económica a ser acompanhada por alguma desconfiança dos investidores, surgiu a necessidade de implementação da DMIF II, com um foco em tornar os mercados europeus mais seguros, transparentes e eficientes<sup>124</sup>.

Tendo entrado em vigor em 3 de janeiro de 2018, a diretiva ainda não foi transposta em Portugal. Não obstante, a consulta da DMIF II e do anteprojeto do diploma de transposição desta permitem-nos esclarecer quais serão os seus pontos principais.

Com ênfase na transparência dos mercados, entram em vigor novos deveres de informação quanto à prestação de consultoria para investimento. Previsto no art. 24º nº4 da DMIF II, o intermediário financeiro deverá informar o investidor sobre se a consultoria é independente ou não, apresentar avaliações periódicas e informar se a análise tem uma base de mercado mais restrita ou ampla.

Reforçando a segurança do tráfego jurídico, passam a haver mais exigências quanto aos registos: segundo o art. 307º -B nº7 d) do CVM, na versão do anteprojeto de transposição da DMIF II, “no caso de serviços de receção, transmissão e execução de ordens de clientes, o intermediário financeiro não pode prestar serviços de investimento ou exercer atividades de investimento por telefone a clientes que não tenham sido previamente informados do registo ou gravação das suas comunicações telefónicas”.

O princípio orientador do diploma é a proteção dos interesses do cliente, pelo que o art. 27º da DMIF II se dedica à noção de *best execution*: as empresas de investimento deverão tomar todas as medidas para “obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível em termos de preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem”. Naturalmente, a última palavra pertence ao investidor.

A maior novidade prende-se com a adequação do produto financeiro ao cliente. Por força do art. 25 nº2 da DMIF II, o art. 314º-A nº1 do CVM no anteprojeto de

---

<sup>124</sup>STAFFORD, Philip, What is Mifid II and how will it affect EU's financial industry?, Financial Times, 15 de Setembro de 2017. <https://www.ft.com/content/ae935520-96ff-11e7-b83c-9588e51488a0>, consultado em 1 de Abril de 2018.

diploma de transposição, impõe sobre o intermediário um dever de obter informação do investidor quanto à sua “capacidade para suportar perdas”, bem como a “tolerância ao risco”, relacionando-o com os produtos existentes. O nº3 deste último afirma inclusivamente não havendo dados sobre o serviço ou caso se considere que este não é adequado, o intermediário financeiro não pode realizar ou recomendá-lo ao cliente.

Por fim, nesta breve análise das novidades implementadas pela DMIF II, afirme-se que quanto aos deveres de informação previstos pelo art. 312º do CVM, ambicionando-se uma maior transparência, os intermediários financeiros deverão explicitar os custos relativos ao serviço e ao instrumento financeiro. Assim, deve “agregar todos os custos e encargos que não resultem do risco de mercado subjacente ao instrumento ou serviço, de modo a permitir ao investidor conhecer o custo total e o respetivo impacto sobre o retorno do investimento, podendo a informação ser dividida por categoria de custos a pedido do cliente”.

Ainda não tendo surgido o diploma definitivo à data de elaboração do presente texto, frisemos somente que os objetivos da DMIF II são claros. A informação e a transparência são fulcrais no mercado: sem estas, o mercado não atrai investidores.

## 6. Análise jurisprudencial

Após uma análise aos *swaps* e deveres que se encontram conexos a estes, cumprirá efetuar uma concisa análise à aplicação prática destes conceitos.

Destarte, analisaremos algumas decisões judiciais relativas ao tema em questão, contrapondo, assim, as correntes jurisprudenciais nacionais com as de outros países europeus (nomeadamente, Espanha e Itália), verificando eventuais similitudes ou divergências entre as mesmas.

### 6.1. Portugal

Ressalvemos, primeiramente, que a linha de argumentação baseada no (in)cumprimento dos deveres de informação por parte dos intermediários financeiros nunca constituiu uma das principais matérias em debate nos tribunais portugueses. Por oposição a outros ordenamentos jurídicos<sup>125</sup>, o foco na jurisprudência nacional incidiu em temas como a resolução por alteração anormal das circunstâncias (art. 437º do CC) ou pela aplicabilidade da exceção de jogo e aposta a estes.

Ainda que subsidiariamente, as questões relativas aos deveres de informação começaram a ser levantadas. Sem surpresas, após a eclosão da crise financeira despoletada pela falência do banco Lehman Brothers em 2007.

Deveremos mencionar, do mesmo modo, que, nos acórdãos aqui em apreço, verifica-se um padrão entre as partes que celebram o contrato *swap* de taxa de juro: dum lado, temos, naturalmente, um intermediário financeiro; do outro, temos investidores não-qualificados, na forma de micro, pequenas e médias empresas, por força do tecido económico português.

Seguindo uma ordem cronológica, comecemos pelo acórdão do TRL de 25-09-2012<sup>126</sup>, no qual se discutia a invalidade de um contrato de permuta de taxa de juro celebrado em 10 de março de 2008 por violação dos deveres de informação que competiam ao banco.

---

<sup>125</sup> Por exemplo, Espanha, país em que este tema esteve em constante debate, por sustentação das teorias do erro-vício na formação do contrato. Cfr. *infra* 6.2.

<sup>126</sup> Ac. do TRL, 25-09-2012, Proc. Nº 2408/10.4TVLSB.L1-7 (LUÍS ESPÍRITO SANTO).

Este provou ser claramente oneroso para a recorrente desde outubro de 2008, devido à queda da EURIBOR no pós-crise financeira. Alegava a sociedade, assim, que esta onerosidade se devia “às complexas causas negociais previstas no último negócio celebrado, as quais, por isso, eram ininteligíveis para a autora, para além de que a evolução das taxas de juro era facto previsível e do conhecimento do réu”<sup>127</sup>, desrespeitando o preceituado nos arts. 304º nº1, 312º e 317º nº1 do CVM, não tendo igualmente solicitado ao cliente informação relativa aos seus conhecimentos, desrespeitando o art. 314º do mesmo.

Analisando os factos, o TRL decidiu que as informações e esclarecimentos efetuados pelo banco permitiram ao investidor “compreender e alcançar que se encontrava perante um produto financeiro que comportava risco, podendo, perante condições de mercado que viessem a revelar-se desfavoráveis, originar perdas patrimoniais que nesse caso suportaria”<sup>128</sup>. Assim, atendendo que era o terceiro contrato celebrado entre as partes, este já teria consciência dos riscos que o mesmo comportava<sup>129</sup>, sendo que este último teria levantado problemas somente porque, como consequência da saturação do mercado imobiliário, o mesmo se deparou com problemas de liquidez que, previamente, não ocorreram. Do mesmo modo, apesar do sócio-gerente não possuir formação específica na área financeira, os factos provados determinaram que este detinha um elevado grau de experiência no âmbito empresarial, inclusivamente tendo já procurado financiamentos bancários de elevado risco.

Quanto ao eventual desrespeito pela norma do art. 314º do CVM, o tribunal salientou que não faria sentido a elaboração de um questionário aquando da realização do terceiro contrato, atendendo à vigência ininterrupta e sem problemas por mais dum ano e ao “continuado e pessoal conhecimento que as partes já tinham uma da outra e à prévia aceitação e vigência – com o agrado do cliente – do tipo de instrumento financeiro em causa”<sup>130</sup>.

Por fim, o tribunal contrapôs que o mesmo cliente subscreveu um documento no qual reconhecia que estava a contratar um produto de financeiro de risco que lhe poderia trazer resultados desfavoráveis. Inversamente, não foi efetuada qualquer prova em como o banco estaria consciente da eclosão da crise financeira de 2007 e, como

---

<sup>127</sup> *Ibidem.*

<sup>128</sup> *Ibidem.*

<sup>129</sup> Num mesmo sentido, o Ac. do STJ de 16-06-2015, Proc. nº 1880/10.7TV (PAULO SÁ).

<sup>130</sup> *Ibidem.*

tal, da agravada descida das taxas de juro que se seguiu. Neste sentido, o TRL julgou o recurso improcedente, confirmando que não houve qualquer violação dos deveres de informação pelo banco réu.

Passemos ao acórdão do TRL de 28-04-2015<sup>131</sup> no qual, seguindo a tendência afirmada supra, a questão dos deveres de informação apenas foi levantada de forma subsidiária. Também este contrato foi celebrado entre um banco e um investidor não-qualificado, que visando obter um financiamento em junho de 2008, celebrou um *swap* por sugestão dos serviços do banco, garantindo-lhe que “iria estabilizar os encargos com créditos anteriormente contraídos”. Não obstante, a eclosão da crise financeira ditou o efeito oposto, colocando-o numa situação deficitária, pelo que este invocou erro na celebração do mesmo, desconhecendo as características e riscos que lhe são inerentes.

Neste caso, o tribunal afirmou que o banco não cumpriu os seus deveres de informação, limitando-se a apresentar um clausulado com previsões matemáticas, mas sem esclarecer as consequências destes. Apesar do cliente ter assinado uma declaração em como afirmava estar plenamente conhecedor do conteúdo da operação, tal não dispensa o banco “de prestar as informações contratuais exigidas pelas disposições legais que regulamentavam o *swap* em referência, informações que deviam ter sido por escrito”<sup>132</sup>. Deste modo, houve um incumprimento das exigências dos arts. 312º-A e ss. do CVM, atendendo que o cliente era um investidor não-qualificado. Do mesmo modo, provou-se que o banco enfatizou apenas os possíveis benefícios do acordo, não apresentando simulações dos piores resultados possíveis.

Com base nestes argumentos, o tribunal pronunciou-se no sentido do cliente, alicerçando-se numa conjuntura de informação assimétrica. Citando este, “as cláusulas de proteção para taxas de juros em alta eram introduzidas nestes contratos, sem que os clientes do banco se pudessem aperceber imediatamente das suas consequências económicas no futuro: isto é, que por via desta proteção unilateral acabariam por perder as vantagens de um prometido juro baixo, com que o Banco lhes acenava”<sup>133</sup>.

Por fim, a questão foi levantada no Ac. do STJ de 16-06-2015. Relacionando os deveres de informação impostos pelo CVM, após o alegado incumprimento destes pelo intermediário financeiro, a fundamentação do tribunal deu bastante relevância à

---

<sup>131</sup> Ac. do TRL, 28-04-2015, Proc. Nº 540/11.6TVLSB.L2-1 (JOÃO RAMOS DE SOUSA).

<sup>132</sup> *Ibidem*.

<sup>133</sup> *Ibidem*.

experiência passada do cliente na celebração destes acordos com o banco. Neste sentido, esclareceu que o critério do “destinatário médio” se referia especificamente a este colocado na situação do destinatário concreto, pelo que “mais não precisaria que uma informação sobre a especificidade do novo contrato relativamente aos anteriores”<sup>134</sup>. Alicerçando-se nos termos deste, na “informação prestada, a qualidade do destinatário e a sua experiência anterior com o mesmo Banco e com o mesmo produto financeiro”<sup>135</sup>, pronunciou-se assim pela verificação dos deveres de informação impostos pelo CVM.

Decisão, da qual discordamos, na medida em que, contrariamente ao decidido, acreditamos que o dever de informação imposto ao intermediário financeiro deverá sempre ser o mais extenso possível, competindo ao investidor não-qualificado filtrar os dados que considere desnecessários. Desvalorizar tal com base numa experiência e ligação prévia entre as partes (e não num conhecimento especializado do investidor) é uma conduta que agrava a assimetria informativa existente e contraria a *ratio legis* dos arts. 7º, 304º e 312º e ss. do CVM. Não se pode cair no paternalismo, mas também não numa economia (muito menos numa justiça) de *laissez faire*.

## 6.2. Espanha

A justiça espanhola caracterizou-se por uma especial litigiosidade neste tema<sup>136</sup>. Sendo recorrentes as ações interpostas visando a nulidade do contrato por erro sobre o objeto, foi dado especial ênfase ao cumprimento dos deveres de informação. Abordando, primeiramente, a sentença 22/2017 do *Tribunal Supremo* de 10-01-2017, a abrupta descida das taxas de juro após a crise financeira tornou alguns destes contratos excessivamente onerosos.

Relativamente aos padrões de exigência de informações, este pronunciou-se no sentido de que não basta afirmar que “o resultado pode ser positivo, neutro ou negativo para o cliente segundo a flutuação do tipo referencial, ou com fórmulas dificilmente compreensíveis contidas no próprio contrato, não fornecidas com suficiente

---

<sup>134</sup> Ac. do STJ de 16-06-2015, Proc. Nº 1880/10.7TVLSB.L1.S1 (PAULO SÁ).

<sup>135</sup> *Ibidem*.

<sup>136</sup> Tendo até sido criada a ASUFIN (*Asociación de Usuarios Financieros*), centrada na prevenção, informação, formação e defesa dos investidores, auxiliando todos os que se sentiram lesados na celebração destes. Cfr. [www.asufin.com](http://www.asufin.com).

antecedência, em que não se ilustra de modo claro os riscos reais”<sup>137</sup>. Quanto ao conhecimento detido pelo cliente nesta matéria, frise-se que este tribunal afirmou que “a contratação de um *swap* numa data anterior pode justificar, se não houver circunstâncias adicionais, a qualificação da parte como cliente confiada, mas não como qualificada”<sup>138</sup>.

Frise-se, destarte, que não há uma obrigação de informar sobre o cliente da previsão evolutiva de taxas de juro e inflação, mas sim sobre o reflexo que tal poderá ter, aquando da contratação. De outro modo, “a aposta que o *swap* supõe produzir-se-á num terreno de jogo injustificadamente favorável ao banco”<sup>139</sup>. De tal modo, que o tribunal espanhol se pronunciou pela declaração de nulidade do contrato.

Numa decisão mais recente, o *Tribunal Supremo* manteve-se nesta linha decisória na sentença 864/2018 de 13-03-2018. Aprofundando esta ideia, na decisão de um caso com pressupostos similares, afirmou que para o cumprimento do dever de informação não bastará uma ilustração do óbvio, tendo esta que “ser mais concreta e, em particular, advertir devidamente o cliente sobre os riscos associados a uma queda abrupta e prolongada de todo o tipo de juros, assim como o custo de cancelamento antecipado”. Ou seja, mais que bombardear o cliente com dados, deverá o intermediário assegurar que este compreendeu a informação que lhe foi transmitida através duma explicação clara, imparcial e não enganadora<sup>140</sup>. Com base em fundamentos similares de falta de informação prestada ao investidor, foi também esse contrato declarado nulo.

### 6.3. Itália

Apesar dum país igualmente assolado pela crise de 2007, a jurisprudência italiana não é tão uniforme quanto a portuguesa.

Tomemos por base a sentença da *Corte d’Appello di Milano n. 3459* de 18-09-2013. Centrou-se esta no entendimento que, apesar do contrato *swap* ser aleatório, compete ao intermediário financeiro uma redução da álea, tanto quanto seja possível. Determina assim que “o objeto do contrato *swap* baseia-se, em todo o caso, na criação

---

<sup>137</sup> Sentença 22/2017 do *Tribunal Supremo*, de 10-01-2017, p. 8.

<sup>138</sup> *Ibidem*, p. 9.

<sup>139</sup> *Ibidem*, p. 10.

<sup>140</sup> Neste sentido, também as sentenças do *Tribunal Supremo* 2/2017 de 10-01-2017 e 149/2017 de 02-03-2017.

duma álea recíproca e bilateral que deverá ser racionalizada”. Esta racionalização poderá ser efetuada através da previsão dos cenários prováveis e consequências que advirão dos mesmos, bem como da clarificação dos valores envolvidos no derivado, os custos implícitos, bem como eventuais prestações a efetuar pelas partes em caso de resolução antecipada do mesmo. Assim, “a vontade do investidor recairá sobre dados precisos e exprimirá uma valoração racional e, como tal, certamente meritória de tutela também na ótica do princípio geral de autorresponsabilidade”<sup>141</sup>.

Do mesmo modo, é frisado que “o intermediário, quando negoceia um *interest rate swap*, deve prestar um especial conselho ao cliente, independentemente da conclusão de um específico contrato de conselho, com o só pressuposto que a mesma natureza do instrumento financeiro exige que nas definições do seu conteúdo o intermediário aja nos melhores interesses do cliente, sendo irrelevante o motivo que o leva a contratar”<sup>142</sup>. Como tal, este valor superioriza-se à própria natureza conflitual, típica dum *swap*.

O dever de informação<sup>143</sup> relativo a estes instrumentos deve, portanto, ser especialmente exigente, tendo que incidir sobre “os valores do *swap* aquando da conclusão deste, cenários de probabilidade, a modalidade de cálculo dos fluxos no decurso deste e, por exemplo, no momento duma resolução antecipada”<sup>144</sup>. Doutro modo, incorrerá numa violação dos deveres de informação<sup>145</sup>, podendo levar à nulidade do contrato.

No mesmo sentido de exigência, pronunciou-se o Tribunal de Torino<sup>146</sup>. Face a um *swap* que não cobria os riscos de variação da taxa de juro, conforme havia sido requerido pelo cliente, frisou este que “para que a álea, que constitui o objeto do contrato, possa considerar-se «racional» devem ser definidos e conhecidos *ex ante*, com certeza, os cenários probabilísticos e as consequências de verificação do evento”<sup>147</sup>. Caso tal não ocorra, o contrato será nulo “porque impede que o investidor possa concluir a «aposta» conhecendo o grau de risco assumido, onde, por contraste,

---

<sup>141</sup> *Corte d’Appello di Milano n. 3459* de 18-09-2013, p. 15.

<sup>142</sup> *Ibidem*, pp.5-6.

<sup>143</sup> Cfr. sobre este tema a decisão da *Corte d’Appello di Milano n. 1257*, de 17-06-2016. Disponível em: <http://www.ichinobrugnatelli.it/wp-content/uploads/2016/06/Sentenza-con-2-parti-nascoste.pdf> -

<sup>144</sup> *Ibidem*, pp. 13-14.

<sup>145</sup> Segundo o artigo 21 do Decreto Legislativo de 24 de fevereiro de 1998, n. 58.

<sup>146</sup> Tribunal de Torino, em primeira sessão civil, na sentença de 25228/2011 de 17-01-2014 (LUCA MARTINAT). Disponível em: <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/9949.pdf> .

<sup>147</sup> *Ibidem*.

o intermediário tem perfeita consciência do próprio risco, medindo-o cientificamente”<sup>148</sup>.

Parece-nos ser este o caminho mais acertado: o investimento pressupõe a autorresponsabilização, mas não sem limites. Limites esses que deverão passar pela máxima redução da álea através do suprimento da assimetria informativa.

---

<sup>148</sup> *Ibidem.*

## 7. Conclusão

Ao longo do presente trabalho, navegando pela relação tripartida entre o investidor, o intermediário financeiro e o produto financeiro, uma ideia sobrepôs-se constantemente às demais: a necessidade de informação. *Veritas*, num panorama socioeconómico mundial que tem assistido tanto a fenómenos como as *fake news*, como à nova importância e valor económico de recursos como os dados pessoais, tal surge como algo cada vez mais lógico.

Do mesmo modo, tendo iniciado a elaboração desta investigação num período em que o mundo se encontra a tentar corrigir os erros que despoletaram a crise do *subprime* de 2007, a desmistificação de conceitos assume fulcral importância, especialmente num contexto financeiro. Assistimos a uma crescente desconfiança no mercado na última década e à descontextualizada propagação de chavões, sem procurar o devido enquadramento das frases. Por exemplo, em 2002, em texto dirigido aos acionistas da *Berkshire-Hathaway Inc.*, WARREN BUFFETT afirmou que “os derivados são armas financeiras de destruição maciça, carregando consigo perigos que, embora latentes, são potencialmente letais”<sup>149</sup>. Ora, esta corresponde a uma frase que, por diversas vezes, foi citada, embora sem o devido enquadramento. Sendo o mercado de capitais um palco influenciado pela euforia e o medo, haverá que interpretar todos estes dados com cautela, prevenindo ilações erroneamente fundamentadas<sup>150</sup>.

Os derivados financeiros não são figuras misteriosas. Apesar de serem instrumentos financeiros complexos, comportando uma dimensão de risco que lhe é própria, servem propósitos cruciais para o mercado de capitais e empresas: nomeadamente, a gestão de risco, a especulação e a arbitragem.

Para tais objetivos, o contrato *swap* é perfeitamente adequado pelo recíproco pagamento periódico de quantias pecuniárias, calculado atendendo a fluxos financeiros que têm por base um ativo subjacente. Além de tal, não existirão dúvidas quanto à sua licitude, independentemente da função que lhe seja designada pelas

---

<sup>149</sup> O documento pode ser consultado na íntegra em: <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>.

<sup>150</sup> A título de curiosidade, veja-se que a empresa em questão administrada por Warren Buffett, a *Berkshire-Hathaway, Inc.*, sempre negociou derivados. Cfr. Lewitinn, Lawrence, How Buffett used «financial weapons of mass destruction» to make billions of dollars, Yahoo! Finance, 27 de abril de 2016, <https://finance.yahoo.com/news/how-buffett-used--financial-weapons-of-mass-destruction--to-make-billions-of-dollars-175922498.html>. Consultado em 1 de abril de 2018.

partes, tanto num prisma de direito nacional como comunitário. Quanto à sua classificação jurídica, não hesitaremos em defini-lo enquanto um contrato atípico, nominado, consensual, bilateral, oneroso, de execução periódica, sinalagmático e, indubitavelmente, aleatório.

Como tal, o investidor deverá ter consciência do princípio de autorresponsabilidade que é inerente à atividade do mercado de capitais. É ao investidor que caberá a decisão de se envolver ou não e, como tal, não poderá este escudar-se com um paternalismo legislativo que remova o risco em setores nos quais este é pressuposto fundamental. Não obstante, tal não implica um choque com a proteção constitucional conferida pelo art. 60º da CRP que é atribuída aos consumidores: os investidores não-qualificados têm direito à qualidade dos bens e dos serviços consumidos, à formação e à informação, à proteção dos seus interesses económicos, bem como à reparação de danos. Não esqueçamos que o investidor não-qualificado não dispõe da mesma capacidade para interpretar os dados e se informar como uma entidade que se dedica exclusivamente à atividade financeira. Será, portanto, um contraente débil em situação de assimetria informativa, pelo que não deverá haver uma preterição do princípio de proteção do investidor. Ambos os princípios deverão ser pesados e equilibrados, mas atendendo à condição do investidor, permitindo assim que o seu processo decisório seja esclarecido e que as consequências que advierem sejam fruto desse passo consciente. Omitindo a discrepância de conhecimento entre investidores, não vigorará a justiça distributiva aristotélica que está na base do pensamento jurídico ocidental.<sup>151</sup>

Serão os intermediários financeiros, mesmo que ajam enquanto contraparte do investidor, que encetarão esforços para suprir as lacunas existentes no processo decisório do investidor não-qualificado. Como a figura próxima deste, no qual é depositada plena confiança para a gestão do seu capital, incumbe-lhes uma série de deveres de conduta que se afiguram como lógicos e asseguram uma ideia de justiça no mercado de capitais: serão estes os deveres decorrentes de relações contratuais ou pré-contratuais com os clientes, os deveres decorrentes das relações com qualquer dos intervenientes no mercado, os deveres gerais e os deveres organizativos<sup>152</sup>. O

---

<sup>151</sup> Sobre este assunto, cfr. CHROUST, Anton-Hermann e OSBORN, David L., Aristotle's Conception of Justice, *Notre Dame Law Review*, nº 129, Janeiro de 1942, p. 137. Disponível em: <https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3967&context=ndlr> . Consultado em 1 de Abril de 2018.

<sup>152</sup> MARTINS, Fazenda, *op. cit.*, p. 334.

incumprimento destes deveres e dos princípios que lhe subjazem tem, naturalmente, como consequência jurídica a responsabilidade civil destes.

Não olvidando a visão desta temática através de uma perspetiva socioeconómica, mencione-se que é crucial o respeito pelas normas em questão, como condição de criação de confiança no mercado, fator fundamental na atração de investimento<sup>153</sup>. Decorrem, portanto, desta necessidade os objetivos da DMIF II: garantir uma maior transparência e eficiência na relação entre o investidor e o intermediário financeiro quanto aos produtos financeiros e com o mercado no geral.

Encerrando a temática da necessidade de proteção dos investidores, foi ainda salientada a questão de muitos destes negócios jurídicos serem contratos de adesão, celebrados de acordo com o previsto no LCCG, razão pela qual os contraentes débeis dispõem duma superior proteção jurídica e pela qual impende sobre o predisponente um dever de comunicação e informação, sob pena de exclusão das cláusulas.

Na parte final do presente trabalho, abordámos as diversas perspetivas, a nível comunitário, sobre a violação de deveres de informação na celebração de contratos *swap*. Pese embora uma extensa previsão normativa dos deveres de informação, constante do CVM, a linha decisória dos tribunais portugueses diverge da espanhola e italiana. Assim, foi-nos possível concluir que o princípio da autorresponsabilização do investidor é bastante relevante na jurisprudência portuguesa. Permitimo-nos, não obstante, discordar desta posição, na medida em que os tribunais portugueses atribuem, na nossa opinião, uma excessiva importância à experiência comercial/laboral ou à duração das relações negociais entre as partes<sup>154</sup>, por contraste com as tendências espanhola e italiana. Naturalmente, as relações entre as partes ou a experiência profissional têm relevância<sup>155</sup>; porém, extremar o princípio da autorresponsabilização ao ponto de acreditar que anos de trabalho enquanto administrador de pequena empresa atribuem a uma parte o necessário conhecimento especializado para plena compreensão de instrumentos financeiros de risco elevado parece-nos mais rebuscado.

---

<sup>153</sup> Decorre da leitura do considerando 4 da DMIF II o seguinte: “A crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. A evolução dos mercados financeiros realçou a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros, incluindo situações em que a negociação nestes mercados é efetuada no mercado de balcão (OTC, over-the-counter), a fim de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas.”

<sup>154</sup> Cfr. *supra* ponto 6.1.

<sup>155</sup> Sendo inclusivamente referido na abordada sentença 22/2017 do *Tribunal Supremo*, de 10-01-2017.

Finalizando, não olvidemos que o Direito é uma ciência com particularidades: não sendo exata, é o reflexo de uma sociedade, com base no seu contexto histórico; é, também, o espelho da sua ambição. É segundo esta lógica que interpretamos o atual movimento legislativo a nível comunitário: recordando as consequências desastrosas da crise financeira de 2007; urgindo por uma maior eficiência, segurança e transparência no mercado financeiro. O caminho rumo a tal surgirá, destarte, através de avanços tanto da parte dos investidores como dos intermediários financeiros: competindo aos investidores uma postura o mais diligente possível, informando-se no decurso do seu processo decisório e manifestando uma postura ativa; cabendo aos intermediários financeiros adotar uma postura ética e pedagógica com os seus clientes, assegurando que não existem “pontas soltas” na celebração de qualquer contrato *swap* e que a decisão do investidor, que nestes confiou, foi plenamente consciente.

Pressupondo-se o risco tanto no mercado de capitais como nos negócios sobre derivados, haverá que pesar a regulação e a liberdade. Novamente, não se pretende a supressão do risco, mas antes a garantia que este foi assumido de forma esclarecida, eliminando-se, tanto quanto possível, a existência de assimetria informativa entre as partes num mercado, por si, desigual. Imaginemos, tal como Warren Buffett, que os derivados são armas financeiras de destruição maciça; controle-se, então, o acesso a e o exercício de estas.

## Jurisprudência consultada

Ac. do TRL, 01-03-2012, Proc. Nº 26396/09.0T2SNT.L1-6 (JERÓNIMO FREITAS), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt) ;

Ac. do TRL, 25-09-2012, Proc. Nº 2408/10.4TVLSB.L1-7 (LUÍS ESPÍRITO SANTO), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do STJ, de 10-1-2013, Proc. Nº 89/10.4TVPRT.P1.S1 (TAVARES DE PAIVA), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do STJ, de 10-10-2013, Proc. Nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1 (GRANJA DA FONSECA), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do TRL, de 05-08-2014, Proc. Nº 531/11.7TVLSB.L1-8 (ILÍDIO SACARRÃO MARTINS), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do TRL, 28-04-2015, Proc. Nº 540/11.6TVLSB.L2-1 (JOÃO RAMOS DE SOUSA), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do STJ de 16-06-2015, Proc. Nº 1880/10.7TVLSB.L1.S1 (PAULO SÁ), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Ac. do STJ de 12-01-2017, Proc. Nº 428/12.3TCFUN.L1.S1, (OLINDO GERALDES), disponível para consulta em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

Corte d'Appello di Milano, de 17-06-2016 n. 1257, disponível para consulta em: <http://www.ichinobrugnatelli.it/wp-content/uploads/2016/06/Sentenza-con-2-parti-nascoste.pdf> ;

Corte d'Appello di Milano, de 18-09-2013, n. 3459, disponível para consulta em: <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/9487.pdf> ;

Tribunale de Torino, prima sezione civile, de 17-01-2014, sentença 25228/2011, disponível para consulta em: <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/9949.pdf> ;

Tribunal Supremo, de 02-03-2017, Sentença 149/2017, disponível para consulta em <http://www.poderjudicial.es> ;

Tribunal Supremo, de 10-01-2017, Sentença 2/2017, disponível para consulta em <http://www.poderjudicial.es>;

Tribunal Supremo, de 10-01-2017, Sentença 22/2017, disponível para consulta em <http://www.poderjudicial.es> .

## Bibliografia

- ALMEIDA, António Pereira de, *Instrumentos Financeiros: os swaps, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira da Almeida*, Coimbra, Almedina, 2011.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, “Swaps de Troca e Swaps Diferenciais” *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*. Disponível em: [https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1452093140swaps\\_de\\_troca\\_e\\_swaps\\_diferenciais.pdf](https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1452093140swaps_de_troca_e_swaps_diferenciais.pdf) Consultado em 1 de abril de 2018.
- ANTUNES, Ana Filipa Morais, *Comentário à Lei das Cláusulas Contratuais Gerais*, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2013.
- ANTUNES, José Engrácia, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 56, abril de 2017.
- ANTUNES, José Engrácia, “Os Derivados”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 30, agosto de 2008.
- ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2014.
- ASCENSÃO, José Oliveira, *A Proteção do Investidor in Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, 2003, Lisboa, Coimbra Editora.
- BARROS, José Manuel de Araújo, *Cláusulas Contratuais Gerais*, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2010.
- CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap*, Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica nº51, 2000.
- CHROUST, Anton-Hermann e OSBORN, David L., “Aristotle’s Conception of Justice”, *Notre Dame Law Review*, nº 129, Janeiro de 1942. Disponível em: <https://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3967&context=ndlr>. Consultado em 1 de Abril de 2018.

- FREITAS, José Lebre de, *Contrato de Swap Meramente Especulativos: regimes de validade e de alteração de circunstâncias*, in *Revista de Ordem dos Advogados*, Ano 72, Vol. IV, Outubro/Dezembro, Lisboa, 2012.
- GONZÁLEZ, Pedro Boullosa, “*Interest Rate Swaps: Uma Perspetiva Jurídica*”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 44, abril de 2013.
- GRIMALT, Francisca Llodrà, “*El Contrato Celebrado bajo Condiciones Generales*”, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2002.
- GUIDOTTI, Rolandino, “*L’Inosservanza degli Obblighi di Informazione degli Intermediari Finanziari*”, , Il Caso, I, setembro de 2017.
- LEWITINN, Lawrence, “*How Buffett used «financial weapons of mass destruction» to make billions of dollars*”, Yahoo! Finance, 27 de abril de 2016, <https://finance.yahoo.com/news/how-buffett-used--financial-weapons-of-mass-destruction--to-make-billions-of-dollars-175922498.html> . Consultado em 1 de abril de 2018.
- MARTINS, Fazenda, “*Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado*”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, abril de 2000.
- MOURATO, Hélder, *O Contrato Swap de Taxa de Juro*, Coimbra, Almedina, 2014.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2001.
- SÁ, Almeno de, *Cláusulas Contratuais Gerais e Diretiva sobre Cláusulas Abusivas*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2000.
- SANTOS, G. Castilho, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Almedina, Coimbra, 2008.
- SOUSA, Simão Mendes de, *Contrato de “Swap” de Taxa de Juro: Dever de Informação e Efeitos da Violação do Dever*, Lisboa, AAFDL, 2017.
- STAFFORD, Philip, “*What is Mifid II and how will it affect EU’s financial industry?*”, Financial Times, 15 de Setembro de 2017. Disponível em:

<https://www.ft.com/content/ae935520-96ff-11e7-b83c-9588e51488a0> . Consultado em 1 de Abril de 2018.

TEIXEIRA, Felipe Canabarro, “Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seu cliente e sua responsabilidade civil”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 31, dezembro de 2008.

TEIXEIRA, Maria Emília, *O Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*”, Coimbra, Almedina, 2017.

TELLES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

ZUNZUNEGUI, Fernando, *Hacia un estatuto del inversor*, *RDMF Working paper* 1/26, dezembro de 2006.