

# Data enia

Revista Jurídica Digital

ISSN 2182-6242 | Semestral | Gratuito  
Ano 1 • N.º **02** • Janeiro - Junho 2013

# Data Venia

Revista Jurídica Digital

Publicação gratuita em formato digital  
Periodicidade semestral  
ISSN 2182-8242

Ano 1 • N.º 02 • Janeiro-Junho 2013  
Publicado em Agosto de 2013.

Propriedade e Edição:  
© DataVenia  
Marca Registada n.º 486523 – INPI.

Administração:  
Joel Timóteo Ramos Pereira

Internet: [www.datavenia.pt](http://www.datavenia.pt)  
Contacto: [correio@datavenia.pt](mailto:correio@datavenia.pt)

A Data Venia é uma revista digital de carácter essencialmente jurídico, destinada à publicação de doutrina, artigos, estudos, ensaios, teses, pareceres, crítica legislativa e jurisprudencial, apoiando igualmente os trabalhos de *legal research* e de *legal writing*, visando o aprofundamento do conhecimento técnico, a livre e fundamentada discussão de temas inéditos, a partilha de experiências, reflexões e/ou investigação.

As opiniões expressas são da exclusiva responsabilidade dos respectivos autores e não traduzem necessariamente a opinião dos demais autores da Data Venia nem do seu proprietário e administrador.

A citação, transcrição ou reprodução dos conteúdos desta revista estão sujeitas ao Código de Direito de Autor e Direitos Conexos.

É proibida a reprodução ou compilação de conteúdos para fins comerciais ou publicitários, sem a expressa e prévia autorização da Administração da Data Venia e dos respectivos Autores.

A Data Venia faz parte integrante do projecto do Portal Verbo Jurídico. O Verbo Jurídico ([www.verbojuridico.pt](http://www.verbojuridico.pt)) é um sítio jurídico português de natureza privada, sem fins lucrativos, de acesso gratuito, livre e sem restrições a qualquer utilizador, visando a disponibilização de conteúdos jurídicos e de reflexão social para uma cidadania responsável.



## A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA:

EM ESPECIAL, OS DEVERES DE INFORMAÇÃO DO INTERMEDIÁRIO

PERANTE O CLIENTE

PEDRO MIGUEL S. M. RODRIGUES

Mestrando em Direito

### SUMÁRIO:

1. Introdução
2. O Contrato de Intermediação Financeira
  - 2.1. Contratos de investimento
  - 2.2. Contratos Auxiliares
3. Os Deveres do Intermediário Financeiro perante o cliente: em especial, os deveres de informação
  - 3.1. A *ratio* dos deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários
  - 3.2. O regime dos deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários
4. A responsabilidade do intermediário financeiro por violação dos deveres de informação
  - 4.1. O regime do art. 304.º-A do Código dos Valores Mobiliários
  - 4.2. O regime do art. 324.º do Código dos Valores Mobiliários
  - 4.3. A natureza jurídica da responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente
5. Conclusão
6. Bibliografia

# A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA: EM ESPECIAL, OS DEVERES DE INFORMAÇÃO DO INTERMEDIÁRIO PERANTE O CLIENTE

PEDRO MIGUEL S. M. RODRIGUES  
Mestrando em Direito

## RESUMO:

O presente estudo tem como objectivo analisar, reflectir e compreender os contratos de intermediação financeira, mormente, os deveres de informação que recaem sobre o intermediário financeiro e as consequências, jurídicas e dogmáticas, da sua violação. Por um prisma inicial, cabe-nos reconhecer que o contrato de intermediação financeira desempenha um papel indispensável na orgânica contratual dos mercados financeiros e, mesmo, no dia-a-dia das operações financeiras. Estamos perante um negócio jurídico que abre as condições para o encontro da oferta e da procura nos mercados de valores mobiliários. Permite assim ao indivíduo, que pretende rentabilizar os seus rendimentos e as suas poupanças, aceder a um conjunto de instrumentos com o objectivo de conseguir acréscimos patrimoniais. Concomitantemente, constrói-se uma relação de confiança entre o investidor e o intermediário financeiro, sendo este o interlocutor daquele nos mercados financeiros.

No Código dos Valores Mobiliários encontramos um composto leque de contratos de intermediação financeira, não sendo uma lista taxativa. Estamos sim perante uma forma contratual autónoma, que a lei reconhece e que lhe atribui regras próprias. Apesar dos vários tipos contratuais, conseguimos encontrar regras comuns como sejam a necessidade de forma escrita, a existência de vários deveres informativos pré-contratuais comuns e, ainda, a comercialidade destes contratos. Do mesmo modo encontramos uma divisão legal no que toca aos contratos de intermediação financeira: de um lado, temos os contratos de investimento, como sejam o contrato de gestão de carteira ou o contrato de colocação e tomada firme, com o intuito de praticar serviços na área de intermediação financeira; e os contratos auxiliares, como sejam, o contrato de assistência ou o contrato de recolha de intenções de investimento, com o objectivo de prestar serviços auxiliares aos contratos de intermediação.

O regime dos deveres informativos presentes no Código dos Valores Mobiliários é extenso, profundo e abrangente, e visam proteger os investidores e defender o mercado e a sua regulação. Pretende-se proteger o investidor não qualificado que não tem acesso privilegiado à informação dos mercados, construindo uma relação de confiança com o intermediário e o mercado. Ademais, pretende-se proteger o próprio mercado através da confiança gerada na informação disponibilizada e divulgada pelos seus agentes. Assim, podemos encontrar deveres de informação pré-contratual, que visam conduzir o investidor a uma decisão fundamentada e esclarecida, ligada à confiança sentida através da informação disponibilizada; e, deveres de informação contratual, constituindo-se como típicos deveres da relação de mandato. A responsabilidade civil do intermediário financeiro por violação dos seus deveres de informação contém uma índole subjectiva, através da aferição da culpa do intermediário financeiro, operada através da presunção de culpa presente no Código, e também uma natureza objectiva, através da previsão do incumprimento dos seus deveres contratuais aquando da execução do contrato.

## 1 – Introdução (\*)

O presente trabalho tem como escopo principal analisar o regime dos deveres de informação que recaem sobre o intermediário financeiro, procurando a *ratio* que funda a sua existência, ao mesmo tempo que se irá procurar qual o melhor caminho para a definição do tipo de responsabilidade que está em causa, quando o intermediário financeiro viola os seus deveres legais.

A escolha deste tema não foi displicente ou tomada sem noção das dificuldades que acarreta. Por detrás deste acervo legal podemos encontrar um elenco de deveres informativos que não encontram paralelo no regime legal português, fruto da expansão que esta actividade teve no nosso país. Falar dos contratos de intermediação financeira e, em específico, dos deveres informativos do intermediário financeiro é perceber a intrincada rede de protecção que o legislador criou para proteger os clientes investidores considerados como não qualificados, em suma, o típico cidadão que tenta rentabilizar as suas poupanças conseguidas ao longo de vários anos de trabalho e planeamento cuidado.

Por outro lado, o trajecto que propomos seguir irá reflectir, tanto na argumentação, como na análise e também nas conclusões tiradas, a importância que este tema merece na doutrina actual civilística. No mundo globalizado onde a finança impera e onde os mercados de capitais ditam leis não escritas, é imprescindível que os instrumentos financeiros estema dotados de um revestimento legal que consiga proteger a parte mais fraca – o cliente-investidor. Não obstante este objectivo imperial, iremos descobrir através da nossa análise que o profuso acervo legal de deveres informativos a cabo do intermediário financeiro também tem como escopo a protecção do próprio mercado, e a certeza que estão criadas condições

para que a sociedade tenha confiança nos seus agentes.

A primeira parte do trabalho irá debruçar-se, de forma genérica e breve, sobre os vários contratos de intermediação financeira que existem no regime legal português. Tratar-se-á de uma análise aos seus pontos principais de regime, com uma atenção cuidada à natureza jurídica que a doutrina considera ser a mais justificada. Numa segunda parte, iremos abordar e analisar o acervo normativo que serve de base aos deveres informativos que recaem sobre o intermediário financeiro. Iremos debruçar-mo-nos sobre quem deve informar e como deve informar, com uma especial atenção ao contrato de gestão de carteira de títulos. Por último, iremos analisar a responsabilidade do intermediário financeiro por violação dos deveres legais de informação, em que moldes ela se processa, quais as presunções existentes e quais as consequências. Na parte final iremos reflectir sobre que tipo de responsabilidade está em causa e quais as consequências práticas na posição adoptada.

## 2 – O Contrato de Intermediação Financeira

### 2.1 – O Contrato de Intermediação Financeira: em especial, os contratos de investimento e os contratos auxiliares

A intermediação financeira<sup>1</sup> surge como uma das actividades fulcrais inseridas no mercado de

---

<sup>1</sup> Sobre a temática da intermediação financeira, em geral *vide*, ANTUNES, José A. Engrácia, “Os Contratos de Intermediação Financeira”, in: *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Volume LXXXV, Coimbra, 2007, pp. 277-319; ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos II, Conteúdo, Contrato de Troca*, Almedina, Coimbra, 2007; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2007; FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997; GOMES, Fátima, “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, in: *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, UCP Editora, Lisboa, 1ª Edição, 2002, pp. 565-599; FARIA, José Manuel, “Regulando a Actividade Financeira: As Actividades de Intermediação Financeira – Razões e Critérios Gerais para a Compartimentação”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002, pp. 1-24. Na doutrina estrangeira, com particular enfoque sobre problemas específicos dos contratos de intermediação financeira, *vide*, CAMUZZI, Sergio Scotti, “I Conflitti di Interessi fra Intermediari Finanziari e Clienti nella Directiva MIFID”, in: *Banca Borsa Titolo di Credito*, Volume LX, 2, Marzo-Aprile 2007, Giuffrè Editore, 2007, pp. 121-132; CASTALDI, Giovanni e FERRO-LUZZI, Paolo, *La Nuova Legge Bancaria*,

---

(\*) Relatório de Mestrado Científico em Ciências Jurídicas – Especialidade de Direito Bancário, sob a regência de Professor Doutor Januário da Costa Gomes. Setembro de 2011.

capitais e que permite, ao comum dos cidadãos, aplicar as suas poupanças em produtos que visam rentabilizar o investimento considerado. Regulado pelo Código dos Valores Mobiliários<sup>2</sup>, no seu Título VI, a intermediação financeira é o instrumento primordial, dentro do mercado de capitais, para a reunião da oferta e da procura, com o intuito de assegurar que o seu funcionamento seja célere, eficaz e que transpareça, para os seus agentes, um sentimento de confiança<sup>3</sup>. No fundo, estamos perante um ambiente onde as disponibilidades monetárias circulam a uma velocidade feroz, onde é necessário que as regras sejam ágeis o suficiente para permitir aos seus agentes uma desenvoltura que lhes permita reagir atempadamente às oportunidades que surgem, como também se exige que todos esses processos estejam envoltos numa confiança extrema, assegurada por um extenso acervo legal<sup>4</sup>.

Neste âmbito os contratos de intermediação financeira ganham uma particular importância, sendo o instrumento legal por excelência onde se encontram as vontades de quem procura investir e de quem pretende possibilitar o investimento.

Aqui, o papel do intermediário financeiro<sup>5</sup> ganha uma especial acuidade, sendo ele o *middle man* que irá concatenar as vontades e irá prosseguir a vontade do cliente-investidor. É com este escopo que iremos analisar, nos pontos subsequentes, os vários contratos de intermediação que estão presentes no Código dos Valores Mobiliários, doravante, CVM.

Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, posição que adoptamos por completo, os contratos de intermediação financeira são os “(...) *negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro<sup>6</sup> e um cliente (investidor) relativos à prestação de actividades de intermediação financeira.*”<sup>7</sup>. Nos termos do art. 289.º, n.º 1 do CVM<sup>8</sup>, a intermediação financeira está dividida em três grandes núcleos: o investimento em instrumentos financeiros; o auxílio às actividades referidas anteriormente; e a gestão de instituições que tenham a actividade de realizar investimentos colectivos, e, ao mesmo tempo, o depósito dos valores mobiliários que fazem parte do património dessas instituições de investimento colectivo.

Em termos gerais, podemos considerar que os contratos de intermediação financeira se englobam numa categoria contratual autónoma. Não só assim se conclui porque estamos perante contratos indispensáveis para que o funcionamento dos mercados financeiros seja eficiente, como também

---

Tomo III, Giuffrè Editore, 1996; MAFFEIS, Daniele, “Intermediario Contro Investitore: i Derivati Over the Counter”, in: *Banca Borsa Titolo di Credito*, Volume LXIII, 6, Novembre-Dicembre 2010, Giuffrè Editore, 2010, pp. 779-796; PERRONE, Andrea, “Regole di Comportamento e Tutele degli Investitori. Less is More”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LXIII, 5, Settembre-Ottobre 2010, Giuffrè Editore, 2010; PERRONE, Andrea, “Gli Obblighi di Informazione nella Prestazione dei Servizi di Investimenti”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LIX, 4, Luglio-Agosto 2006, Giuffrè Editore, 2006, pp. 372-387; VIGO, Ruggero, “La Reticenza dell’Intermediario nei Contratti Relativi alla Prestazione di Servizio d’Investimento”, in: *Banca Borsa Titolo di Credito*, Volume LVIII, 6, Novembre-Dicembre 2005, Giuffrè Editore, 2005, pp. 665-674; POSER, Norman e FANTO, James, *Broker-Dealer Law and Regulation*, 4ª Edição, Aspen, New York, 2007.

<sup>2</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Alterado ainda pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio e pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho.

<sup>3</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 280.

<sup>4</sup> Sobre uma perspectiva que envolve a dinâmica do mercado de capitais e como se concatena com os contratos de intermediação financeira e que, por motivos de economia de espaço, não podemos aqui reproduzir, *vide*, por todos, ANTUNES, José Engrácia, *ob.cit.*, pp. 278 e segs.

<sup>5</sup> Sobre o papel do intermediário financeiro, e em moldes mais gerais, sobre a sua figura, *vide*, por todos, LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, Coimbra, 2000, pp. 129-156; MARTINS, Fazenda, “Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado”, in: *AaVv, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pp. 328-348; NUNES, Fernanda Conceição, “Os Intermediários Financeiros”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, 2000, pp. 91-128.

<sup>6</sup> Sobre quem pode ser intermediário financeiro na legislação portuguesa, *vide*, art. 293.º do CVM.

<sup>7</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 281.

<sup>8</sup> Nos termos do art. 289.º, n.º 1 do CVM: “São actividades de intermediação financeira: a) Os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros; b) Os serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento; c) A gestão de instituições de investimento colectivo e o exercício das funções de depositário dos valores mobiliários que integram o património dessas instituições.”. Pormenor importante é aquele que se pode encontrar no art. 289.º, n.º 2 do CVM, ao determinar a *exclusividade* de exercício das actividades de intermediação financeira apenas aos intermediários financeiros.

a sua análise apenas poderá ser possível se for feita de molde a integrar a actividade em causa, pois é o seu núcleo<sup>9</sup>. Na opinião de RUI PINTO DUARTE, estaremos perante uma categoria jurídica aberta, onde os tipos contratuais que o legislador previu não abarcam toda a multiplicidade de contratos de investimento que a prática financeira reconhece<sup>10</sup>.

Não obstante os vários contratos que o CVM prevê no Capítulo II do Título VI, podemos determinar a existência de regras comuns a todos eles. Desde logo, na esteira de ENGRÁCIA ANTUNES, estaremos perante verdadeiros contratos comerciais<sup>11</sup>. No que toca aos seus sujeitos, todos eles devem ser celebrados entre um intermediário financeiro, à luz do entendimento do art. 289.º, n.º 2 do CVM<sup>12</sup>, e investidores, também denominados de *clientes*, que podem ser classificados de *qualificados* ou *não qualificados*, à luz do art. 30.º do CVM<sup>13</sup>. No que toca ao seu objecto, podemos considerar que os contratos de intermediação financeira têm, no seu núcleo essencial, a regulação contratual de “(...) *veículos instrumentais do exercício da intermediação financeira*(...)”, em que, de forma imediata, pretendem prosseguir a “(...) *prestação de serviços de intermediação*(...)”<sup>14</sup>, e de forma mediata,

pretendem abranger não só aquilo que se considera como os típicos valores mobiliários<sup>15</sup>, como também os novos produtos surgidos através dos mercados. Já quanto ao conteúdo e à negociação deste tipo de contratos, parece-nos de especial importância a distinção que ENGRÁCIA ANTUNES opera entre contratos de mercado organizado e contratos de mercado de balcão, em que nos primeiros existem cláusulas contratuais gerais e nos seguros existe uma individualização na sua formação e conclusão<sup>16</sup>. Por último, uma breve palavra sobre as regras comuns no que toca à disciplina jurídica que estão subordinados. Assim, encontramos semelhanças nos diversos deveres gerais que recaem sobre os intermediários financeiros, num acervo legal extenso<sup>17</sup>. Ademais, é indispensável a forma escrita para os contratos que sejam celebrados com investidores não qualificados, à luz dos arts. 4.º e 321.º, n.º 1 do CVM; a existência de um conteúdo mínimo contratual nos termos do art.321.º-A do CVM; e,

<sup>9</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 282; ALMEIDA, José Queirós de, “Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 24, Novembro de 2006, pp. 292; e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, 566 e segs.

<sup>10</sup> Cfr., DUARTE, Rui Pinto, “Contratos de Intermediação Financeira no Código dos Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pp. 351-372.

<sup>11</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 282. Segundo o Autor, esta posição encontra-se fundamentada por duas ordens de razões: por um lado, através de um fundamento histórico pois os contratos de intermediação financeira terão a sua origem nas operações de bolsa, previstas pelos arts.351.º a 361.º do Código Comercial; e, por outro lado, aduz o facto de os contratos de intermediação representarem uma modalidade de *contratos de empresa*, ao serem realizados apenas por colectividades constituídas como instituições de crédito, à luz do art. 2.º do Regime Geral das Instituições de Crédito, empresas de investimento, ou sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário, respectivamente, reguladas pelo art. 293.º, n.º 2 do CVM e art. 29.º do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo.

<sup>12</sup> Sem prejuízo de o intermediário financeiro poder ser representado por um *agente vinculado*, nos termos dos arts. 292.º, b), 294.º-A a 294.º-D do CVM.

<sup>13</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 283.

<sup>14</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 284. A questão da natureza jurídica do contrato de intermediação financeira é controvertida, merecendo apenas da nossa parte, não sendo o escopo do nosso trabalho, uma mera referência. Na esteira de Engrácia Antunes, *ob.cit.*, pp. 284, estaremos perante contratos de prestação de serviços,

considerando-os de uma forma lata e apenas quanto ao seu objecto imediato. Já Fátima Gomes, *ob.cit.*, pp. 569 e 570, afirma que estamos perante contratos de prestação de serviços, que são reconduzíveis ao subtipo do *mandato*. No entendimento de Carlos Ferreira de Almeida, no seu escrito “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 294 e segs., deve-se proceder a uma divisão em *negócios jurídicos de cobertura* e *negócios jurídicos de execução*, respectivamente, os negócios celebrados entre o intermediário financeiro e o cliente, em que este confere ao primeiro poderes para celebrar negócios jurídicos de execução – encontrando aqui o mandato, e os negócios celebrados pelos intermediários, por conta dos clientes que anteriormente lhe tenham conferido os poderes necessários, para adquirir ou alienar valores mobiliários. Para um maior detalhe da sua posição que, por economia de espaço aqui não podemos reproduzir, cfr., ALMEIDA, Carlos Ferreira, *ibidem*, pp. 296-303. Por último, na opinião de Rui Pinto Duarte, *ob.cit.*, pp. 291-307, estamos perante contratos de prestação de serviços que, dependendo do subtipo em causa, se irão reconduzir a figuras específicas da prestação de serviços. No nosso entendimento, consideramos que estamos perante, em termos gerais e sem entrar nos detalhes específicos de cada contrato de intermediação, uma prestação de serviços que pode ser reconduzida ao mandato, seguindo a divisão de Carlos Ferreira de Almeida em negócios de cobertura e negócios de execução.

<sup>15</sup> Aqui referimo-nos às acções, obrigações, entre outras.

<sup>16</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 284-285. Nas suas palavras, “Os contratos de mercado organizado (...) correspondem a contratos padronizados (*assentes em condições contratuais gerais elaboradas pela entidade gestora do mercado e aprovadas pelas autoridades de supervisão*), de estrutura plurilateral complexa (...) e negociados de forma massificada(...)”. Já os contratos de mercado de balcão consistem em “(...) *contratos individualizados (adaptados às necessidades específicas do investidor, o que não exclui a normalização mínima das suas condições)*, de estrutura tipicamente bilateral e negociados caso a caso (...)”.

<sup>17</sup> Para uma perspectiva mais geral sobre os deveres que recaem sobre os intermediários financeiros, nas suas variadas perspectivas, *vide*, por todos, SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, Coimbra, 2008.

*last but not least*, prevê-se a possibilidade da existência de contratos de adesão, subordinados ao regime da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais, por força do art. 321.º, n.os 2 a 4 do CVM.

A lei, nos arts. 290.º e 291.º, procede à divisão entre contratos de investimento e contratos auxiliares, que irá ser utilizada na nossa análise breve e sumária às suas características interiores. Deste modo, nos contratos de investimento, iremos debruçar-mo-nos sobre o contrato de *ordens para realização de operações sobre instrumentos financeiros*, o contrato de *colocação e tomada firme*, o contrato de *gestão de carteiras* e o contrato de *consultoria para investimento*. Nos contratos auxiliares iremos falar sobre o contrato de *prestação de serviços*, o contrato de *assistência*, o contrato de *recolha de intenções de investimento*, o contrato de *registo e depósito*, o contrato de *empréstimo*, o contrato de *consultoria empresarial* e o contrato de *análise financeira*.

### 2.1.1. Os Contratos de Investimento

Os contratos de investimento têm como escopo a prestação de serviços na área do investimento em instrumentos financeiros, à luz do art. 290.º do CVM, incluindo os seguintes subtipos:

- Contrato relativo a ordens para a realização de operações sobre instrumentos financeiros, regulado pelos arts. 325.º a 334.º do CVM;
- Contrato de colocação e tomada firme, regulados pelos arts. 338.º e 340.º a 342.º do CVM, e art. 339.º do CVM, respectivamente;
- Contrato de gestão de carteira de títulos, regulado nos arts. 335.º e 336.º do CVM;
- Contrato de consultoria para investimento, regulado pelos arts. 294.º, 301.º e 320.º do CVM,

e ainda o Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de Outubro de 2007;

#### 2.1.1.1. Contrato de Ordens para Realização de Operações sobre Instrumentos Financeiros

Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, o contrato de ordens para a realização de operações sobre instrumentos financeiros consiste em declarações negociais com o objectivo de celebrar contratos que podem ser de comissão, mandato ou mediação, entre um intermediário financeiro legalmente habilitado e um cliente. O propósito está na realização de negócios que abarquem os valores mobiliários em causa<sup>18</sup>, e está regulado nos arts. 325.º a 334.º do CVM.

A execução das ordens que o intermediário recebe a partir do seu cliente que pretende investir, não só constitui o elemento fundamental para o funcionamento de todo o mecanismo legal e financeiro, como pode ser efectuada de duas formas: ou por conta alheia do cliente, com base nos art. 290.º, n.º 1, a) e b) do CVM, ou por conta própria tornando-se na contraparte, nos termos dos arts. 290.º, n.º 1, e) e 346.º do CVM<sup>19</sup>. Se a execução for efectuada por conta alheia do cliente, pode-se falar de negócios de cobertura e negócios de execução, em que, no primeiro caso, o negócio é celebrado entre o intermediário e o cliente para que aquele possa celebrar os negócios de execução<sup>20</sup>.

No que toca ao seu regime legal, como já foi referido, encontra-se regulado nos arts. 325.º a

<sup>18</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 288. Para uma perspectiva mais concreta, cfr., FERREIRA, Amadeu José, "Ordem de Bolsa", in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 52, Julho de 1992, Lisboa, pp. 467-511.

<sup>19</sup> Cfr., ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ibidem*, pp. 293 e 294. Nomeadamente sobre as operações por conta alheia, cfr., pp. 294 e segs.

<sup>20</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 288-289. Nomeadamente, nos negócios de cobertura o cliente confere poderes ao intermediário para celebrar os negócios de execução, sendo estes aqueles para adquirir, alienar ou celebrar outros negócios sobre instrumentos financeiros. Para esta distinção, cfr., ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ibidem*, pp. 293 e segs. Sobre se a atribuição de poderes por parte do cliente ao intermediário se reveste de um mandato representativo ou não representativo, que escapa ao escopo do nosso trabalho, *vide*, por todos, ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ibidem*, pp. 296 e segs.

334.º do CVM. Entre os seus mais variados aspectos, parece-nos de salientar os seguintes aspectos, como os mais emblemáticos: a possibilidade de as ordens poderem ser transmitidas por via oral ou de forma escrita, nos termos do art. 327.º, n.º 1 do CVM; a existência de um dever de aceitação, por parte do intermediário, das ordens recebidas, não obstante tendo ainda o dever de recusar segundo os trâmites do art. 326.º do CVM; a possibilidade de o cliente poder revogar ou modificar as ordens dadas por si, segundo as regras prescritas pelo art. 329.º do CVM; a existência de uma “*obrigação del credere*”, em que o intermediário financeiro garante o cumprimento das obrigações assumidas, nos termos do art. 334.º do CVM; e, por último, o cumprimento das ordens está balizada pelo princípio legal de execução das melhores condições, nos termos dos arts. 330.º a 333.º do CVM<sup>21</sup>.

No que toca à natureza jurídica deste contrato de intermediação financeira, ENGRÁCIA ANTUNES defende que, nos negócios de cobertura, se estará perante um contrato de comissão, que é regido pelas normas do CVM já referidas anteriormente, e, de forma subsidiária, pelas regras gerais do contrato de comissão<sup>22</sup> presentes nos arts. 266.º e segs do Código Comercial, e ainda pelas normas do mandato não representativo<sup>23</sup>, presente nos arts. 1178.º e segs. do Código Civil<sup>2425</sup>.

---

<sup>21</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 291 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 582-585.

<sup>22</sup> Sobre o contrato de comissão, *vide*, por todos, CORDEIRO, António de Menezes, *Manual de Direito Comercial*, 1ª Edição, Volume I, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 488-489.

<sup>23</sup> Sobre o mandato não representativo, *vide*, por todos, LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III, Contratos em Especial*, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 457 a 464.

<sup>24</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 289. Para uma posição mais aprofundada sobre este ponto, cfr., FERREIRA, Carlos Ferreira de, *ibidem.*, pp. 294 e segs., e FERREIRA, Amadeu José, *ibidem.*, pp. 467-511.

<sup>25</sup> Segundo Engrácia Antunes, ainda deve ser feita uma especificação no que toca à recepção e transmissão de ordens por conta alheia, situação prevista pelo art. 290.º, n.º 1, a) do CVM. Aqui, o Autor entende que se está perante um mandato comercial, que tanto pode ou não ter poderes de representação; podendo ainda ser configurado como um contrato de mediação, nos termos do art.290.º, n.º 2 do CVM.

### 2.1.1.2. Contrato de Colocação e Tomada Firme

Nos contratos de colocação, o intermediário financeiro fica obrigado, perante o cliente, numa oferta pública de distribuição, a colocar específicos instrumentos financeiros<sup>26</sup>. Regulado pelos arts. 338.º a 340.º do CVM, podemos encontrar três momentos distintos dentro do tipo contratual, entendido no seu sentido amplo: um, entre o intermediário financeiro e o emitente; outro, entre os vários intermediários financeiros que estejam unidos através de consórcio; e, por último, entre o intermediário financeiro e o cliente-investidor. Numa aceção mais restrita, iremos referimo-nos apenas ao contrato celebrado entre o intermediário financeiro e o emitente, e também, as relações existentes com os investidores, sendo este o regulado pelos arts. 338.º a 340.º do CVM<sup>27</sup>.

Dentro deste contrato podemos descortinar três modalidades: a colocação simples, a colocação com garantia, e a colocação com tomada firme. Na colocação simples, o intermediário financeiro apenas assume a obrigação de envidar os melhores esforços de forma a que os valores mobiliários sejam distribuídos, tratando-se apenas de uma obrigação de meios onde o intermediário não tem qualquer tipo de responsabilidade pelo resultado, e regulada pelo art. 338.º, n.º 1 do CVM<sup>28</sup>. Na colocação com garantia, regulada pelo art. 340.º do CVM, para além da obrigação de meios da colocação simples, obriga-se a adquirir, para si ou para terceiro, parte ou mesmo a totalidade dos valores mobiliários que o público não tenha

---

<sup>26</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 292 e segs e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 590 e segs. Para uma perspectiva mais específica, cfr., BARROSO, H. Tapp, *Subscrição de Ações através de Intermediários – O Caso Especial da Tomada Firme*, diss., UCP, Lisboa, 1994.

<sup>27</sup> Cfr., GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 591-592. A Autora especifica que, nesta aceção ampla referida, o segundo momento refere-se ao disposto no art.341.º do CVM.

<sup>28</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 293 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 593. De referir que, nesta modalidade, o risco corre, por completo, por conta do emitente.

subscrito<sup>29</sup>. Na colocação com tomada firme, regulada pelo art. 339.º, n.º 1 do CVM, o intermediário financeiro fica obrigado a subscrever e a adquirir os valores mobiliários para que, posteriormente, possa ser ele a colocá-los junto do público<sup>30</sup>.

No que toca à natureza jurídica, segundo RUI PINTO DUARTE, estaremos perante um contrato com uma natureza mista, englobando elementos do contrato de prestação de serviços e “(...) *um negócio que se insere num processo de distribuição de valores mobiliários, dele resultando a obrigação de aquisição dos valores por parte do intermediário financeiro e a obrigação de alienação dos mesmos valores por parte do oferente.*”<sup>31</sup>.

### 2.1.1.3. Contrato de Gestão de Carteira

O contrato de gestão de carteiras surge como um dos contratos nucleares e fundamentais dentro da intermediação financeira. Regulado pelos arts.335.º e 336.º do CVM, é o contrato pelo qual um intermediário financeiro – o *gestor* – se obriga perante o cliente a administrar um património financeiro que este último é titular com o objectivo de incrementar a sua rentabilidade, em troca de uma remuneração paga pelo segundo ao primeiro<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 293 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 593-594. Nesta modalidade o intermediário financeiro já assume o risco da emissão, que irá variar em função do alcance da garantia e da percentagem dos valores mobiliários não subscritos.

<sup>30</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 293 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 594. Neste subtipo contratual, a colocação, pelo intermediário, é feita por sua própria conta e risco, nos termos acordados com o emitente. Ademais, obriga-se também a transferir para o último adquirente os direitos de molde patrimonial ligados aos valores mobiliários, “(...) *respeitando os direitos de preferência na subscrição ou aquisição dos destinatários a quem os valores mobiliários serão oferecidos, como se não tivesse existido tomada firme.*”, cfr., GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 594. O intermediário também assume o risco de emissão e, ao contrário do que acontece na colocação com garantia, adquire os valores mobiliários antes da colocação *per se*. No que toca à titularidade, segundo Engrácia Antunes, esta será directa e não fiduciária, cfr., *ob.cit.*, pp. 293, nota 43. Com uma posição contrária, cfr., ALBUQUERQUE, Pedro de, *O Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 1993.

<sup>31</sup> Cfr., DUARTE, Rui Pinto, *ob.cit.*, pp. 370. Para uma perspectiva diversa, cfr., BARROSO, H. Tapp, *ob.cit.*, e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 594.

<sup>32</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 295 e segs, e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 585 e segs. Para além destes autores, para uma perspectiva mais aprofundada sobre este subtipo contratual, *vide*,

Nos termos do art.332.º, n.º 1, a) CVM, a obrigação principal do intermediário financeiro, como gestor, é realizar todos os actos necessários com vista à valorização da carteira e, secundariamente, exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários que integram a carteira. Como facilmente se pode constatar, o intermediário financeiro obriga-se a gerir, da melhor forma possível, um portfolio de activos financeiros que o cliente, pelas mais variadas razões, se encontra impossibilitado de o fazer<sup>33</sup>. No entendimento de RUI PINTO DUARTE, esta actividade incluída na gestão de carteira devia ser individualizada e discricionária, com uma autonomia durante o exercício da gestão, sem esquecer a limitação constante das ordens vinculativas presentes no art. 334.º do CVM<sup>34</sup>.

No que toca ao seu regime jurídico, apenas breves notas para dar uma breve luz sobre as suas regras. O contrato de gestão de carteiras deve ser celebrado por escrito, nos termos do art. 321.º, n.º 1 do CVM<sup>35</sup>, e deve ser celebrado entre um intermediário financeiro e um investidor, sendo este, por regra, não qualificado, e que tem um conjunto de activos financeiros que pretende ver valorizado. O contrato tem como objectivo desenvolver uma actividade de administração de bens alheios, com o intermediário financeiro a desenvolvê-la por conta e no interesse do cliente que, nos termos do art. 335.º, n.º 1 do CVM, incide sobre uma “*carteira individualizada de instrumentos financeiros*”. Este contrato tem uma

AFONSO, A. Isabel, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro”, in: *AaVv, Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 55-86; GONZALEZ, P. Boullosa, “Gestão de Carteiras – Deveres de Informação, Anotação à Sentença da 5ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3ª Secção, Processo n.º 2261/05.0TVPR”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, Agosto de 2008, pp. 147-166; MASCARENHAS, Maria Vaz de, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres – Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça”, in: *AaVv, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 13, Abril de 2002, pp. 109-128.

<sup>33</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 295-296 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 585-586.

<sup>34</sup> Cfr., DUARTE, Rui Pinto, *ob.cit.*, pp. 366-367.

<sup>35</sup> Nos termos do n.º 4 do mesmo artigo, as cláusulas contratuais gerais deste contrato de adesão devem ser previamente comunicadas à CMVM.

míriade de direitos e deveres que ambas as partes devem respeitar, destacando-se o dever do gestor de uma execução diligente da gestão, nos termos do art. 335.º, n.º 1 do CVM, sendo uma obrigação de meios; e, do lado do cliente, o dever de pagar a retribuição devida pelo serviço que o gestor presta<sup>36</sup>.

Por último, uma breve palavra sobre a natureza jurídica deste contrato. Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, estamos perante um mandato mercantil<sup>37</sup>, que, regra geral, terá poderes de representação, actuando o intermediário em nome do cliente<sup>38</sup>. Já MARIA VAZ MASCARENHAS, defende que estamos perante um contrato de mandato, nos termos gerais do art. 1157.º CC<sup>39</sup>. Na mesma esteira segue RUI PINTO DUARTE, ao reconduzir este contrato à figura da prestação de serviços, de forma geral, e à figura do mandato, em termos particulares<sup>40</sup>. Parece-nos ser a posição mais acertada e aquela que perfilhamos, e que mais consentânea se mostra com as características internas do funcionamento deste subtipo contratual.

<sup>36</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 296-299 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 585-589.

<sup>37</sup> Sobre a figura do mandato mercantil, *vide*, por todos, CORDEIRO, António de Menezes, *ibidem*, pp. 483-489; ANTUNES, José A. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 1ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 363-368; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *ibidem*, pp. 464-468. Em especial, com especial atenção para o contrato de intermediação financeira e como contributo para a recondução da gestão de carteiras para o mandato bancário, cfr., VASCONCELOS, Pedro de Pais, “Mandato Bancário”, in: *AaVv, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Volume II - Direito Bancário, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 131-155, em especial, pp. 149 e segs.

<sup>38</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 296. O Autor argumenta que esta solução tem uma consagração legal expressa nos arts. 199.º-A, n.º 1, d) e 1.º, n.º 3, respectivamente, do Regime Geral das Instituições de Crédito e do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de Junho de 1994. No seu entender, não se pode reconduzir esta figura ao contrato de comissão, pois na gestão de carteiras, ao invés do que acontece na comissão, institui-se uma relação jurídica duradoura, “(...) que desempenha uma função económico-social específica (...)”, em que não existe uma prática de actos de comércio delimitados, mas sim a prática de vários actos que visam aumentar a rentabilidade da carteira de activos. Prática essa que é feita com uma verdadeira e extensa autonomia por parte do intermediário financeiro.

<sup>39</sup> Cfr., MASCARENHAS, M. Vaz, *ob.cit.*, pp. 122-123. A Autora cita os mesmos argumentos legais que Engrácia Antunes, não obstante, reconduz ao mandato comercial, citando a argumentação de Carlos Ferreira de Almeida, pois estamos perante a prática de actos de comércio.

<sup>40</sup> Cfr., DUARTE, Rui Pinto, *ob.cit.*, pp. 367-368. Adverte, porém, o Autor de que pode haver casos em que a prática dos actos jurídicos por conta do cliente ultrapassam, de forma flagrante, as obrigações acordadas com o cliente. Neste caso, defende o Autor de que não estaremos perante “(...) meros mandatos.”

#### 2.1.1.4. Contrato de Consultoria para Investimento

O contrato de consultoria para investimento<sup>41</sup> encontra-se, genericamente, regulado pelo art. 294.º do CVM. Dispõe esta norma que a consultoria para investimento consiste na “(...) prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do consultor relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros.”. Esta prestação de aconselhamento personalizado é feita mediante remuneração<sup>42</sup>.

Esta regulação genérica presente no art. 294.º do CVM, outras disposições avulsas podem ser encontradas e que complementam o seu regime jurídico. Falamos do art. 301.º do CVM, sobre os sujeitos habilitados para exercer consultoria para investimento; do art. 314.º-A do CVM, sobre os deveres específicos de informação neste subtipo contratual; e do art. 320.º do CVM, no que toca aos regulamentos necessários para a regulação da actividade de consultor para investimento.

No que toca ao seu regime jurídico, importa salientar que o contrato de consultoria para investimento foge à regra no que toca aos seus sujeitos, isto é, para além dos intermediários financeiros, também os consultores para investimento podem celebrá-lo, nos termos do art. 294.º, n.º 4 do CVM. Já quanto ao seu objecto, a consultoria para investimento irá abranger as modalidades previstas pelo art. 485.º do Código Civil. As informações, recomendações ou conselhos devem ser efectuados numa base

<sup>41</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 299 e segs; GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 596-597; VALE, Alexandre Lucena e, “Consultoria para Investimento em Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, Volume V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 343-403.

<sup>42</sup> Segundo Engrácia Antunes, estaremos perante um contrato de prestação de serviços, de indole profissional com vista a aconselhar no âmbito do mercado de capitais e que se distingue de outras figuras afins, tais como sejam a gestão de carteira, a mediação de investimento, a análise financeira e a consultoria empresarial. Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 299-300.

individualizada, em vista a ajudar o cliente a tomar decisões sobre investimentos ou desinvestimentos em instrumentos financeiros. Por último, para além dos deveres gerais dos intermediários financeiros, a que também estão sujeitos, os consultores para investimento têm ainda deveres especiais de informação<sup>43</sup>.

#### 2.1.1.5. Negócios por Conta Própria

Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, estamos perante “(...) *negócios sobre instrumentos financeiros, mormente contratos, que são concluídos por um intermediário financeiro como contraparte de um seu cliente*.”<sup>44</sup>. O Autor distingue entre duas realidades: o intermediário financeiro actuar por conta do cliente – denominado-se *broker* – ou o intermediário actuar por sua conta e risco – denominando-se *dealer*<sup>45</sup>.

Nos negócios por conta própria, o intermediário surge como a “(...) *contraparte nos negócios sobre instrumentos financeiros dos seus próprios clientes*.”, ademais, existe um cruzamento de ordens, da parte dos clientes, com a carteira individual do intermediário<sup>46</sup>. Previsto, de forma genérica, pelo art. 346.º do CVM, é obrigatória a autorização, por escrito do cliente, para que haja uma autorização ou confirmação do negócio. Deste modo, os deveres de informação a que está o intermediário financeiro adstrito, para além de os gerais constantes dos arts. 312.º-C e segs., também englobam normas específicas presentes no art. 350.º-A do CVM<sup>47</sup>.

<sup>43</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 300-301 e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 597.

<sup>44</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 302, com indicações bibliográficas estrangeiras.

<sup>45</sup> No primeiro caso, os riscos, e também, os benefícios dos negócios são repercutidos na esfera jurídica dos clientes, tendo o intermediário uma função de *mediação*. No segundo caso, os efeitos jurídicos repercutem-se na esfera jurídica do intermediário. Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 302, com indicações bibliográficas nacionais mais específicas.

<sup>46</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 302.

<sup>47</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 303-304.

#### 2.1.2. – Contratos Auxiliares

Nos termos do art.291.º do CVM, os contratos auxiliares são aqueles que têm por objecto a *prestação de serviços auxiliares* dos contratos de investimento. Dentro desta categoria, podemos encontrar os seguintes subtipos contratuais:

- Contrato de assistência, regulado pelo art. 337.º do CVM;
- Contrato de Recolha de Intenções de Investimento, regulado pelo art. 342.º do CVM;
- Contrato de Registo e Depósito, regulado pelo art. 343.º do CVM;
- Contrato de empréstimo, regulado pelo art. 350.º do CVM;
- Contrato de Consultoria Empresarial, regulado pelo art. 291.º, d) do CVM;
- Contrato de Análise Financeira, regulado pelos arts. 12.º-A e segs e 304.º-D do CVM;

##### 2.1.2.1. Contrato de Assistência

Nos termos do art. 337.º do CVM, o contrato de assistência consiste no negócio celebrado entre o intermediário e um oferente, onde se visa a prestação de serviços de índole técnica, económica e financeira, de molde a preparar, lançar e executar uma oferta pública de instrumentos financeiros<sup>48</sup>.

A celebração deste contrato é obrigatória sempre que se pretenda efectuar algum dos serviços constantes do art. 337.º, n.º 2 do CVM. Existe, portanto, um *princípio geral de intermediação financeira obrigatória*, sem esquecer, contudo, que, apesar de o contrato de colocação e o contrato de assistência terem sido autonomizados pelo legislador, a sua complementaridade funcional continua intacta<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> Sobre esta figura contratual, *vide*, ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 306 e segs e GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 589 e segs.

<sup>49</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 307.

Os deveres do intermediário financeiro surgem, nesta sede, com particular veemência. Assim, o intermediário está adstrito a um dever geral de aconselhamento, nos termos do art. 149.º, n.º 1, g) do CVM, e, nos termos do art. 337.º, n.º 3 do CVM, o intermediário está obrigado a assegurar o cumprimento e o respeito de todas as normas legais e regulamentares, especialmente no que toca à maneira e à qualidade da informação disponibilizada<sup>50</sup>.

### 2.1.2.2. Contrato de Recolha de Intenções de Investimento

O contrato de recolha de intenções de investimento, regulado genericamente nos arts. 164.º e segs. do CVM, mas com densificação no art. 342.º do CVM, é o negócio pelo qual se visa determinar a viabilidade – sucesso ou insucesso – de determinada oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Recolha essa efectuada através de sondagens no mercado sobre as intenções dos seus agentes na aquisição dos valores mobiliários em questão<sup>51</sup>.

No entendimento de ENGRÁCIA ANTUNES, estamos perante “(...) *uma mera convenção acessória integrante de um contrato de assistência ou de colocação, cuja qualificação e regime jurídico são assim, em último termo, determinados remissivamente por estes últimos*.”<sup>52</sup>. Já segundo FÁTIMA GOMES, estamos perante apenas intenções de adesão e nunca propostas ou aceitações contratuais<sup>53</sup>. Segundo FÁTIMA GOMES, esta recolha de intenções está enquadrada no contrato de assistência e colocação providenciado pelo intermediário financeiro, nos termos do art. 337.º, n.º 2 do CVM, sendo que o segundo contrato poderá ser realizado pelo mesmo

intermediário ou por outro diferente, em cumprimento do disposto dos arts. 338.º, n.º 2 e 341.º do CVM. Não existe um concreto contrato autónomo para a recolha destas informações, sendo uma cláusula do contrato de assistência e colocação<sup>54</sup>.

### 2.1.2.3. Contrato de Registo e Depósito

Nas palavras de ENGRÁCIA ANTUNES, estamos perante um “(...) *contrato celebrado entre um intermediário financeiro e o titular de determinados instrumentos financeiros, pelo qual aquele se obriga perante este a registar e/ou a manter em depósito tais instrumentos, bem assim como a prestar determinados serviços relativos aos direitos a eles inerentes*.”<sup>55</sup>.

Este contrato está sujeito à forma escrita, caso o titular dos valores mobiliários seja um investidor não qualificado<sup>56</sup>, sendo que falta deste elemento comina o negócio com a nulidade<sup>57</sup>. Por outro lado, existe obrigações de índole geral constantes dos arts. 304.º e segs. do CVM, e outros de índole particular, como sejam os deveres constantes do art. 306.º-A do CVM. Nos termos do art. 343.º, n.º 1 do CVM, pode-se concluir, na esteira de ENGRÁCIA ANTUNES, que as partes têm uma ampla liberdade para comporem o contrato da forma como por bem acharem e que sirva melhor os seus interesses<sup>58</sup>.

O depósito dos valores mobiliários pode assumir duas feições: ou temos um “(...) *depósito de simples custódia* (...)”, ou um “(...) *depósito de*

<sup>54</sup> Cfr., GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 595.

<sup>55</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 308 e segs e PEREIRA, Maria Rebelo, “Contrato de Registo e Depósito de Valores Mobiliários – Conceito e Regime”, in: *AaVv, Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002, pp. 317-322, ainda ao abrigo da anterior versão do código, anterior à revisão de 2007.

<sup>56</sup> À luz do art. 30.º do CVM.

<sup>57</sup> Vício este que apenas pode ser invocado pelo investidor não qualificado, nos termos do art. 220.º do Código Civil e os arts. 30.º e 321.º, n.º 1 do CVM. Conclui o Autor que estamos perante um contrato de adesão, submetido à Lei das Cláusulas Contratuais Gerais e que deve ser comunicado, antecipadamente, à CMVM. Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 309-310.

<sup>58</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 310.

<sup>50</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 307-308.

<sup>51</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 308 e, com mais detalhe, GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 594-595.

<sup>52</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 308.

<sup>53</sup> Cfr., GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 594.

*administração (...)*<sup>59</sup>. No primeiro caso, o intermediário financeiro apenas terá a mera guarda dos instrumentos financeiros depositados pelo cliente, juntando a isso a obrigação de cobrar os respectivos rendimentos, à luz do art. 405.º do Código Comercial e do art. 1187.º, c) do Código Civil<sup>60</sup>. No segundo caso, o intermediário financeiro, para além das obrigações referidas anteriormente, ainda está adstrito a, de forma acessória, administrar os valores depositados<sup>61</sup>. A maioria da doutrina considera que estamos perante um contrato misto de mandato e depósito<sup>62</sup>.

#### 2.1.2.4. Contrato de Empréstimo

No contrato de empréstimo de valores mobiliários, regulado pelo art. 350.º do CVM, o intermediário financeiro “(...) *coloca à disposição de um investidor ou cliente determinados instrumentos financeiros, “maxime”, valores mobiliários, por um certo período de tempo, ficando este último obrigado a pagar uma contrapartida, usualmente a prestar uma garantia, e a restituir ao primeiro aqueles instrumentos ou valores.*”<sup>63</sup>.

<sup>59</sup> Sobre esta distinção entre depósitos de simples custódia e de administração, *vide*, CAMACHO, Paula Ponces, *Do Contrato de Depósito Bancário: natureza jurídica e alguns problemas de regime*, Almedina, Coimbra, 1998, pp. 88-91.

<sup>60</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 310. Refere o Autor que o intermediário financeiro fica obrigado a manter o registo e o depósito dos instrumentos em causa, acrescido dos valores obtidos por conta do titular, com a restituição do mesmo assim que este os exija. E ainda terá que prestar os serviços necessários para a conservação e frutificação dos valores.

<sup>61</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 310-311. Refere o Autor que esta administração terá um conteúdo variável, podendo abranger várias opções.

<sup>62</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 309. Segundo o Autor, este subtipo contratual, previsto pelo art. 343.º do CVM, é regido, de forma subsidiária, pelo depósito e mandato mercantis. Maria Rebelo Pereira considera que “(...) *integra, entre outros, os elementos típicos do contrato de mandato comercial (...) e do contrato de depósito (...)*”, cfr., REBELO, Maria Pereira, *ob.cit.*, pp. 322. Rui Pinto Duarte alinha no mesmo diapasão, afirmando que a reconduzibilidade do contrato de gestão de carteira, no que toca ao mandato, também poderá ser usado para o contrato de registo e depósito, cfr., DUARTE, Rui Pinto, *ob.cit.*, pp. 372.

<sup>63</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 311 e segs. Cfr. ainda GOMES, Fátima, *ob.cit.*, pp. 597-598 e, para uma perspectiva antes da reforma de 2007, RODRIGUES, Sofia Nascimento, “Os Contratos de Reporte e de Empréstimos no Código dos Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Caderno dos Mercados dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, mais especificamente pp. 306 e segs.

Segundo o art. 350.º, n.º 1 do CVM, a titularidade dos valores mobiliários passa para a esfera do mutuário. Como podemos facilmente constatar, este negócio é celebrado entre um intermediário financeiro – o *mutuante* – e um cliente-investidor – o *mutuário*. Nos termos do art.350.º, n.º 1 do CVM, o empréstimo incidirá sobre valores mobiliários, mas entende ENGRÁCIA ANTUNES que o contrato poderá, abranger, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros desde que seja da titularidade do intermediário ou terceiros clientes<sup>64</sup>. O contrato deve ser celebrado por escrito, caso seja um investidor não qualificado, nos termos do art. 30.º e 321.º do CVM, tratando-se de um contrato de adesão com regulação através da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais e comunicação prévia à CMVM, nos termos do art. 321.º, n.ºs 3 e 4 do CVM<sup>65</sup>.

#### 2.1.2.5. Contrato de Consultoria Empresarial

Neste subtipo contratual dos contratos auxiliares aos contratos de investimento, um intermediário financeiro e uma empresa acordam que, o primeiro fica adstrito, mediante remuneração paga ao segundo, a prestar recomendações, conselhos e informações sobre a estrutura, estratégia e organização da empresa<sup>66</sup>.

Nos termos do art. 291.º, d) do CVM, este contrato apenas pode ser celebrado pelos intermediários financeiros, pertencendo à sua esfera de exclusividade. O seu conteúdo abarca, não só informações, recomendações ou conselhos sobre a estrutura de capital da empresa que contratou este serviço, sobre a estratégia da mesma no mercado de capitais, ou, ainda, possíveis operações de reorganização estrutural da mesma<sup>67</sup>.

<sup>64</sup> Para os terceiros clientes é necessário o seu consentimento escrito, nos termos do art. 306.º, n.º 3 do CVM. Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 313.

<sup>65</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 313.

<sup>66</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 314.

<sup>67</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 315.

### 2.1.2.6. Contrato de Análise Financeira

Neste negócio integrado nos contratos auxiliares, as partes – intermediário financeiro e um cliente que, tipicamente, é um investidor institucional – acordam envidar esforços para realizar pesquisas e estudos de índole técnico-financeira, de certos emitentes ou categorias de instrumentos financeiros<sup>68</sup>.

Através deste contrato, as empresas têm acesso a relatórios, especificados, sobre as empresas que actuam no mercado de capitais, nomeadamente, nos mercados onde colocam os seus produtos à venda. São realizados *juízos de prognose* sobre a evolução futura dos mercados e dos seus agentes, ao mesmo tempo que são feitas recomendações, de âmbito genérico, para investimentos nessa área. Este contrato pode resultar de duas formas: ou através de um negócio autónomo celebrado entre o intermediário financeiro e o investidor institucional, ou através de um negócio acessório a outro principal de intermediação financeira, como seja, v.g., a gestão de carteira de títulos<sup>69</sup>.

No que toca ao seu regime jurídico, há que destacar que as informações prestadas no âmbito deste contrato seguem os requisitos prescritos pelo art. 7.º, n.ºs 1 e 2, ou seja, a informação deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita. No que toca, especificamente às recomendações de investimento, estas encontram-se abrangidas pelos arts. 12.º-A a 12.º-E e 309.º-D do CVM<sup>70</sup>.

## 3 – Os Deveres de Intermediário Financeiro perante o Cliente: em especial, os deveres de informação

<sup>68</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 315 e segs.

<sup>69</sup> Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 316.

<sup>70</sup> As recomendações de investimento irão abranger, nomeadamente, relatórios de análise financeira que contenham, directa ou indirectamente, recomendações de investimento, ou desinvestimento, sobre dado emitente de valores mobiliários ou instrumentos financeiros. Cfr., ANTUNES, José A. Engrácia, *ob.cit.*, pp. 317.

### 3.1. – A *ratio* dos deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários

Nos termos do art. 7.º, n.º 1 do CVM, a informação<sup>71</sup> prestada pelos intermediários financeiros, e que sejam respeitantes aos instrumentos financeiros, deve ser divulgada com *completude, verdade, actualidade, clareza, objectividade* e deve ser *lícita*. Como já aflorámos, ligeiramente, anteriormente, os contratos de intermediação financeira são o instrumento privilegiado para uma regulação eficaz do mercado de capitais. Não devemos olvidar que estamos perante a aplicação, na maioria dos casos, de poupanças de indivíduos e que pretendem vê-las rentabilizadas para um futuro patrimonial mais próspero. Como tal, todos os intervenientes neste jogo de oferta e procura de ganhos patrimoniais, sintam que as suas aplicações estão a ser bem empregues. Mais, necessitam de sentir uma confiança redobrada e extremamente sólida que a informação que lhes é transmitida é idónea a provocar-lhes um sentimento de uma decisão efectivamente tomada e que vai ao encontro dos seus anseios financeiros. Desta forma, pensamos que podemos autonomizar duas ordens de razão para justificar os deveres de informação presentes no CVM. Falamos do *princípio da protecção dos investidores* e da *defesa do mercado e a sua regulação*.

<sup>71</sup> Importa aqui referir o conceito de informação que preside a nossa reflexão. Podemos encontrar contributos importantes na obra de Sinde Monteiro, onde o Autor defende que a informação “(...) em sentido estrito ou próprio, é a exposição de uma dada situação de facto, verse ela sobre pessoas, coisas, ou qualquer outra relação. Diferentemente do conselho e da recomendação, a pura informação esgota-se na comunicação de factos objectivos, estando ausente uma (expressa ou tácita) “proposta de conduta”.”. Cfr., MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra, 1989, pp. 14. Nas palavras de Eduardo Paz Ferreira, a informação será “(...) dar forma a alguma coisa que, por esse modo, se torna cognoscível e, como tal, transmissível. Assim, informação designa simultaneamente o processo de formulação e transmissão de objectos de conhecimento e estes últimos como conteúdos.”, cfr., FERREIRA, Eduardo Paz Ferreira, “Informação e Mercado de Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Separata da Revista da Banca*, n.º 50, Julho/Dezembro de 2000, pp. 11.

### 3.1.1. – O princípio da protecção dos investidores

Um dos esteios imprescindíveis que fundamenta a existência de tão abundante elenco de deveres informativos radica na ideia de protecção dos investidores<sup>72</sup>. Na esteira de SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, este princípio nuclear deve ser dividido em três grandes pilares que se complementam entre si: o interesse público, a segurança nos mercados e a igualdade entre os vários agentes do mercado<sup>73</sup>.

O interesse público no bom funcionamento dos mercados pode ser encontrado numa vertente constitucional no art. 101.º da Constituição da República Portuguesa<sup>74</sup>. Como podemos constatar pelo normativo constitucional, uma das preocupações prementes e relacionadas com o interesse público é que o mercado de capitais seja um porto de abrigo para a aplicação, correcta e metódica, das poupanças geradas pelos indivíduos. Esta ideia de protecção do investidor surgiu muito ligada ao fenómeno da Grande Depressão, após o *crash* bolsista de 1929, com o natural enfoque na protecção dos agentes mais vulneráveis contra as naturais fragilidades e ineficiências do mercado de capitais<sup>75</sup>.

À luz do que foi referenciado, parece-nos importante estabelecer uma diferença, prévia, entre o que são medidas directas e indirectas de protecção. No primeiro caso estamos perante um

elenco de medidas com o propósito de proteger os investidores; no segundo caso não conseguimos encontrar este leque. Não obstante o que foi dito, em ambos os casos visa-se complementar o exercício da regulação das entidades responsáveis por essa actividade no mercado de valores mobiliários<sup>76</sup>.

Este interesse público que temos vindo a tratar, de forma suave, tem como objectivo não a protecção do investidor individualmente considerado que aplica as suas poupanças, mas sim a defesa da colectividade que representa a procura e a oferta de activos financeiros no mercado de capitais. Naturalmente que o interesse público permanece sempre como uma âncora argumentativa para a protecção do investidores, mas como bem salienta SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, não estamos perante a concessão de direitos subjectivos, mas sim perante normas programáticas que existem com o objectivo de superintender o mercado<sup>77</sup>. Deste modo, podemos concluir que, para um eficaz funcionamento dos mercados que inspire confiança aos seus agentes, deve prevalecer o interesse público da colectividade face ao interesse privado do investidor individualmente considerado. Pretende-se com isto proteger o mercado, e não apenas este ou aquele investidor particular<sup>78</sup>.

<sup>76</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 24.

<sup>77</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 24-25. Refere a Autora que, na senda do seu raciocínio, não estaremos sempre perante normas que visam proteger interesses alheios, como prevê o art. 483.º do Código Civil. Não obstante o que foi dito, a Autora admite a existência de direitos subjectivos dos investidores que levem à constituição de situações de responsabilidade. Cfr., ainda, CASTRO, Carlos Osório de, *ob.cit.*, pp. 334-335, quando refere que “(...) por investidores entendemos aqui a colectividade, composta por um número indeterminado de pessoas, que corporiza a procura de valores mobiliários no mercado primário, (...), tal protecção não é, em primeira linha, visada em si mesmo, operando principalmente como um meio de promover a predita eficiência dos mercados, pelo que em jogo está sobretudo o interesse público, e não os interesses privados dos investidores. A protecção dos investidores beneficia naturalmente os próprios, (...), mas essa protecção pode bem ser um puro efeito reflexo que lhes não outorga direitos subjectivos. (...)”.

<sup>78</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 25. Acrescenta ainda a Autora que será, na sua óptica, dispensável falar de uma prevalência do princípio da protecção dos investidores face ao princípio da defesa do mercado, ou vice-versa, visto a sua relação ser de “(...) sobreposição, dependência ou mesmo complementaridade. Sobreposição na medida em que muitas das exigências consagradas para assegurar o funcionamento regular, transparente e eficiente dos mercados se traduzem também em edidas de protecção dos investidores; dependência porquanto não existe mercado sem investidores tal como não existirão investidores sem mercado;

<sup>72</sup> Sobre este ponto em específico, *vide*, RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 23 e segs.; FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 5 e segs. Para uma perspectiva mais geral, sobre a informação no mercado de valores mobiliários, *vide*, por todos, CASTRO, Carlos Osório de, “A Informação do Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 333 e segs. Numa perspectiva anterior ao código de 1999, PINA, Carlos Costa, *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pp. 27 e segs.

<sup>73</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 23.

<sup>74</sup> Dispõe o art. 101.º da Constituição da República Portuguesa: “O sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social.”

<sup>75</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 24. Para uma perspectiva mais aprofundada sobre o impacto da Grande Depressão na relação entre o Estado, os indivíduos e o mercado, *vide*, FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997, pp. 81 e segs.

Outro pilar essencial do princípio da protecção dos investidores, é a segurança, necessária, para que os investidores sintam confiança em aplicar as suas poupanças, e que sirva de motivo fundamentador para a tomada de decisão do mesmo<sup>79</sup>. Não nos podemos esquecer que o mercado de capitais funciona, na base, através da aplicação das poupanças dos seus agentes – os investidores – e, com esta premissa, é importante salientar que um clima de segurança é indispensável para que os investidores sintam que é seguro, que podem confiar, que este mecanismo de ganhos patrimoniais para os seus activos é o melhor e que protege os seus interesses. Como tal, torna-se fulcral que haja um dispositivo normativo que seja eficaz na protecção desta confiança, conferindo a segurança necessária ao investidor para que a sinta, de forma a que tome decisões fundamentadas e acertadas<sup>80</sup>. O que aqui foi dito não ignora a supervisão prudencial dos mercados de valores mobiliários, e a progressiva passagem de competências do Banco de Portugal para a CMVM, o que constitui um importante contributo para a segurança transmitida aos investidores.

O terceiro e último pilar relaciona-se com a igualdade entre os investidores, entendida como a necessidade de proteger, especificamente, os investidores mais desprotegidos, de forma a que haja um tratamento, o máximo possível, igualitário entre estes e os investidores mais qualificados<sup>81</sup>. Pretende-se, com este pilar, que haja uma forma de tratamento que seja formalmente igual entre os dois tipos de investidores que a lei consagra, tutelando-os contra actuações prejudiciais de outros agentes do mercado que sejam mais

qualificados. A lei, neste âmbito, serve como instrumento primordial para combater as desigualdades. Aqui, os deveres de informação surgem como um mecanismo fulcral para prosseguir este objectivo, visto que o vasto elenco normativo presente no CVM obrigam a uma divulgação exhaustiva de informação, tanto maior quanto menor for a instrução do devedor<sup>82</sup>.

A existência deste pilar, e a sua *ratio* fundadora, não ignora que é a própria lei mobiliária que aponta para este caminho visto, ela própria, estabelecer a diferença entre o que é um investidor qualificado e um investidor não qualificado, nos termos do art. 30.º do CVM. Assim, para que haja uma efectiva igualdade entre ambos os tipos de investidor, a lei mobiliária tende a excluir os investidores qualificados do apertado regime de protecção do investidor mais fraco<sup>83</sup>.

### 3.1.2. – A defesa do mercado e da sua regulação

Como já foi referido anteriormente, um dos pilares fundamentais que sustenta todo o edifício normativo dos deveres de informação relaciona-se com a protecção do investidor. Mas toda esta exigência constante não é unívoca, isto é, não é exclusivamente virada para o investidor individualmente considerado, mas sim com o intuito de proteger o conjunto de investidores que operam no mercado. E aqui devemos introduzir a segunda grande *ratio* que preside ao profuso elenco de deveres informativos presente no CVM: falamos da defesa do mercado e da sua regulação.

Neste ponto, importa salientar, para o nosso trabalho, que a defesa do mercado é essencial para a actividade económica, com um especial enfoque no mercado de valores mobiliários. Naturalmente que com isto não se pretende negar que a especial preponderância dos deveres de informação visa a

---

*complementaridade, porque o princípio da protecção dos investidores postula a protecção da confiança individual e o da protecção dos mercados, por sua vez, se funda na protecção da confiança colectiva.”*

<sup>79</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 26.

<sup>80</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 26-27. Nas palavras de Osório de Castro, a confiança do investidor será baseada na “(...) capacidade funcional e a eficiência daqueles mercados (...)”, visto que os investidores procuram “(...) uma aplicação empresarial (...)” para as suas poupanças, transformando “(...) riqueza produzida e não consumida em capital produtivo de nova riqueza.”, cfr., CASTRO, Carlos Osório de, *ob.cit.*, pp. 333.

<sup>81</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 28-29.

<sup>82</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 28-29.

<sup>83</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 29.

defesa do investidor, mas deve-se acentuar, contudo, que a defesa do mercado implica a protecção dos investidores, entendidos como uma comunidade<sup>84</sup>. Desta forma, os deveres de informação consagrados no CVM surgem, primordialmente, como consequência da tutela do mercado e, como tal, não são um exclusivo dos agentes individuais. O mercado de valores mobiliários não é o somatório das vontades individuais que visam a procura e a oferta de valores mobiliários; ao invés, aquele deve ser entendido “ (...) *como uma instituição dotada de regras próprias* (...)”, onde são buscadas garantias de igualdade<sup>85</sup>.

A defesa do mercado, conseguida através do vector dos deveres de informação, surge como uma necessidade do próprio Estado, isto é, cabe ao Estado regular os excessos e as insuficiências do mercado informativo, tentando atenuar ao máximo as assimetrias naturalmente existentes entre agentes do mercado com formações e conhecimentos dispares. Isto consegue-se através de um acervo normativo que contribua para um fluxo regular e eficiente da oferta e da procura, que possa proteger o mercado de especulações que ponham em causa o seu funcionamento, se o pensarmos como um instrumento primordial para que os investidores rentabilizem as suas poupanças<sup>86</sup>. Para este ponto, não se pode olvidar que o mercado informativo é, por natureza, imperfeito, contribuindo para esta ideia o facto de o mercado de valores mobiliários ser composto por investidores em situações de desigualdade, quer informativa, quer intelectual, quer financeira, o que provoca distribuições imperfeitas de riqueza<sup>87</sup>.

Admitimos que a ideia de considerar que o mercado deveria regular-se a si próprio, como um pensamento interessante, mas ao mesmo tempo ingénuo. Não só porque a ausência de informação

conduz, fatalmente, ao mau funcionamento do mercado, senão mesmo à colocação em causa da sua existência; como também, a auto-regulação poderia conduzir a situações de manipulação do acervo informativo por parte de agentes menos preocupados com o mercado, e mais com os seus interesses pessoais<sup>88</sup>. Com estas coordenadas em mente, facilmente se percebe que cabe ao Estado um papel de regulação e de constituição de regras normativas que possam proteger os mercados destas assimetrias. Esta intervenção de índole estatal justifica-se com a necessidade de o Estado ter que ditar um acervo de deveres informativos ao mercado, abrangendo, ao mesmo tempos, os investidores e os agentes de supervisão<sup>89</sup>. Nas palavras de EDUARDO PAZ FERREIRA: “*É a existência de uma informação tão completa, verosímil e clara quanto possível que constitui a garantia essencial de funcionamento regular dos mercados.*”<sup>90</sup>.

A exigência assertiva de informação surge como resultado da necessidade de protecção do mercado – constitucionalmente exigida<sup>91</sup> – não sendo, porém, a única correspondência pois não se deve pôr completamente de parte a necessidade de equidade na prestação de informação e, concomitantemente, tratamento dos investidores não institucionais<sup>92</sup>. Com a exigência de tão elevados deveres informativos, que mais tarde irão ser explicitados na sua globalidade, pretende-se controlar o nível de risco que naturalmente existe no mercado de valores mobiliários, dentro de níveis que possam ser considerados razoáveis. No fundo, pretende-se tutelar os investidores mais fracos, que têm mais dificuldade em chegar à informação necessária para que tenham uma decisão de investimento racional<sup>93</sup>.

<sup>84</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp 5 e segs.

<sup>85</sup> Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 9.

<sup>86</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 13-17.

<sup>87</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 13 e 17.

<sup>88</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 13-15.

<sup>89</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. pp. 15-17.

<sup>90</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 15.

<sup>91</sup> Cfr., art. 101.º da Constituição da República Portuguesa.

<sup>92</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 17.

<sup>93</sup> Cfr., FERREIRA, Eduardo Paz, *ob.cit.*, pp. 17.

### 3.2. – O regime de deveres de informação no Código dos Valores Mobiliários

O dever de informar recai não só sobre os intermediários financeiros, abrangendo mais agentes do mercado. Não nos podemos esquecer que a decisão de investimento de um investidor não institucional fundamenta-se, no seu essencial, na quantidade e na qualidade de informação que esteja ao seu dispor através dos meios legais admitidos. Nestes termos, podemos afirmar, com toda a segurança, que o investidor procura uma segurança jurídica para poder aplicar as suas poupanças, com o objectivo de realizar ganhos patrimoniais. Ademais, esta confiança e segurança de que o mercado de valores mobiliários é o mais adequado para o que pretende, apenas pode surgir depois de o investidor não institucional possuir um conhecimento sólido e suficientemente esclarecedor para que possa compreender os riscos associados a uma sua possível decisão<sup>94</sup>.

Como tal, nos termos do art. 7.º, n.º 1 do CVM, a informação prestada aos investidores, “(...) deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.” A ponderação deve ser feita de forma casuística, e estes requisitos devem ser preenchidos à luz dos interesses de quem exige este comportamento. No entendimento de SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, estamos perante

---

<sup>94</sup> As normas que seguidamente iremos analisar ajudam-nos a configurar a relação existente entre o cliente-investidor e o intermediário financeiro, como uma *relação de clientela*. Sobre este ponto, vide, por todos, ALMEIDA, Carlos Ferreira de, “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 121-136. No entendimento de Sofia Nascimento Rodrigues, podemos ter várias configurações no que toca à definição dos sujeitos que intervêm no mercado de capitais. Segundo a Autora, “(...) as normas de protecção da clientela integram, sem esgotar, as normas de protecção do investidor pois todo o investidor que investe por recurso a um intermediário financeiro é, simultaneamente, seu cliente.” Não obstante, a Autora admite a possibilidade de subsistir uma relação de clientela mesmo que o cliente não seja investidor. Neste caso, as normas que iremos fazer referência, no seu entendimento que também perfilhamos, “(...) não podem considerar-se integrantes do regime de protecção do investidor.” Defende ainda a Autora que a letra do art. 332.º, n.º 2 do CVM, não exclui a possibilidade de o conceito-base de cliente “(...) estar, por vezes, excluído da noção de investidor.” Conclui neste âmbito que “(...) a lei protege o investidor-cliente, o cliente que ainda não decidiu investir e mesmo o potencial cliente.” Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 43-45.

“(...) “concretizações indeterminadas” (...)”, que se transformam em “(...) conceitos indeterminados que, (...), deverão considerar-se preenchidos ou não na óptica dos interesses à luz dos quais são exigidas – os interesses de um investidor médio.”<sup>95</sup>.

#### 3.2.1. – Os sujeitos passivos do dever de informar

##### 3.2.1.1. – Intermediários Financeiros

Como já foi várias vezes referenciado, recai sobre os intermediários financeiros um avultado leque de deveres informativos que deve prestar junto de clientes que manifestem vontade de investir no mercado de valores mobiliários. A dependência que baseia a relação entre investidores não institucionais e os intermediários, resultando não só de “(...) uma verificação prática (...)”<sup>96</sup>, como também provoca uma obrigação de o Estado proteger a parte mais fraca. A partir do art. 304.º, n.º 1 do CVM, podemos encontrar esta consagração, visto que, “Os intermediários financeiros devem orientar a sua actividade no sentido da protecção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado.” No entendimento de MENEZES LEITÃO, estamos perante o “(...) cumprimento pelo intermediário financeiro das obrigações que assumiu para com os seus clientes no âmbito dos negócios que com eles celebra, acentuando a lei um dever de especial protecção do interesse do credor neste tipo de contratos (...)”<sup>97</sup>.

Podemos constatar que a informação que a lei exige que o intermediário financeiro preste advém, também, da ideia de uma conduta transparente

---

<sup>95</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 39.

<sup>96</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 42.

<sup>97</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, Coimbra, 2000, pp. 143.

que este deve ter na sua acção, ideia essa reforçada pelo art. 304.º, n.º 2 do CVM<sup>98</sup>. Nas palavras de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, a transparência referida pelo CVM relaciona-se com a adequação como a informação necessária e exigida é transmitida junto dos respectivos destinatários. No seu entender, o vector da transparência surge como um mecanismo de protecção do cliente-investidor, pois permite um acesso eficiente e organizado à informação, de molde a que o mercado permita transmitir confiança aos seus agentes<sup>99</sup>. Deste modo, facilmente se compreende que as regras constantes destes deveres surjam como forma de proporcionar um modelo eficiente que possa proteger o investidor, pois encontramos uma regulação normativa que dispõe sobre como os intermediários devem actuar nas suas relações com os seus clientes. Com isto, e segundo o entendimento de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, a qual concordamos por inteiro, devido à evolução da sociedade moderna e com a crescente sofisticação da informação, em especial, da forma como ela é transmitida aos agentes em questão, de facto para a maioria dos investidores que apenas pensam em aplicar as suas poupanças, os custos inerentes à busca e recepção da informação necessária para a sua decisão fundamentada e esclarecida são proibitivos, provocando a existência de uma relação de “(...) *especial posição de confiança e dependência do cliente* (...)” face ao intermediário financeiro que está encarregue de aplicar as suas poupanças<sup>100</sup>.

Todo o regime dos deveres de informação pode ser encontrado nos arts. 312.º e segs. do CVM, nos

arts. 314.º-B e 314.º-C do CVM, nos arts. 323.º e segs. do CVM e, ainda, no art. 332.º do CVM.

### 3.2.1.1.1. – Os deveres de informação pré-contratual

Os deveres de informação pré-contratual encontram-se previstos nos arts. 312.º e segs. do CVM. Tratam-se de informações que o intermediário financeiro está obrigado a prestar antes da celebração do contrato de intermediação, a um cliente que, na verdade, é um potencial investidor. Esta informação, nos termos do art. 312.º, n.º 1 do CVM, deve ser suficientemente esclarecida e fundamentada, de forma a que o potencial investidor possa tomar uma decisão consciente.

Não estamos perante um elenco taxativo de deveres informativos<sup>101</sup>, não obstante o intermediário financeiro está obrigado a cumprir com a obrigação de prestar a informação que se encontra elencada no texto normativo. Deste modo, através de um estabelecimento de um conjunto mínimo de informações que devem ser prestadas, o legislador cumpre com a sua função de dar condições, legais, para que a segurança e a confiança sejam mantidas no mercado de valores mobiliários<sup>102</sup>.

Um dos pormenores mais importantes nesta sede dos deveres informativos pré-contratuais, é a pormenorização da mesma que o legislador determinou. Nos termos do art. 312.º, n.º 2 do

<sup>98</sup> Dispõe o art. 304.º, n.º 2 do CVM que “*Nas relações com todos os intervenientes no mercado, os intermediários financeiros devem observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência.*”

<sup>99</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *A responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 135.

<sup>100</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 135-136. Para o Autor, a conduta transparente referida pelo art. 304.º, n.º 2 do CVM, consiste na “(...) *instância reguladora da posição relativa das partes intervenientes no tráfego jusbiliário, precisamente na protecção do cliente-investidor como parte informativamente mais débil* (...)”.

<sup>101</sup> Posição defendida por Sofia Nascimento Rodrigues, que nós perfilhamos por completo. Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 45.

<sup>102</sup> Dentro deste conjunto mínimo, encontramos a qualidade da informação (art. 312.º-A do CVM), o momento da prestação de informação (art. 312.º-B do CVM), qual a informação mínima a ser prestada pelo intermediário (art. 312.º-C do CVM), qual a informação relativa aos instrumentos financeiros (art.312.º-E do CVM), qual a informação relativa à protecção do património dos clientes (art. 312.º-F do CVM), qual a informação sobre os custos (art.312.º-G do CVM) e, por último, qual a informação adicional que deve ser prestada no contrato de gestão de carteira (art.312.º-D do CVM).

CVM, a quantidade e a qualidade da informação deve ser proporcional ao grau de conhecimentos que o potencial investidor tem, ou não tem. Isto é, vigora o princípio da *proporcionalidade inversa*, em que a informação deve ser prestada numa maior quantidade e com uma maior qualidade, quanto menor for o conhecimento do cliente sobre os produtos em causa. Trata-se assim, nas palavras de SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, de “(...) *um dever de conhecimento do cliente (Know your client rule) (...)*”, com o objectivo de estabelecer um tratamento diferenciado entre clientes, de forma a que as suas assimetrias sejam diminuídas<sup>103</sup>. Podemos concluir, na esteira de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, que esta informação prévia exigida ao intermediário financeiro consiste num *dever de conduta secundário*<sup>104</sup>.

### 3.1.1.1.2. – Os deveres de informação na fase de execução do contrato

Durante a execução do contrato de intermediação, nascem novos e subsequentes deveres de informação na esfera do intermediário financeiro. Estes deveres encontram-se previstos nos arts. 323.º e segs. do CVM, onde o legislador pressupõe a prévia existência de um contrato de intermediação, com o resultado de estes deveres acrescerem aos deveres já analisados presentes nos arts. 312.º e segs. do CVM<sup>105</sup>.

Neste âmbito avultam os deveres de informação que decorrem da execução das ordens e dos resultados das operações efectuadas. Ademais, o intermediário financeiro ainda deve informar o cliente-investidor de quaisquer

dificuldades que surjam durante a fase de execução das ordens, ou até a sua possível inviabilidade. No entendimento de MENEZES LEITÃO, estaremos perante “(...) *deveres de informação típicos da relação de mandato (...)*”<sup>106</sup>. Na mesma linha de raciocínio, o intermediário financeiro também deve informar o cliente-investidor de todos os factos ou circunstâncias, não integráveis no segredo profissional tal como é entendido no Código dos Valores Mobiliários, que possam justificar a alteração ou mesmo revogação das ordens anteriormente formuladas<sup>107</sup>. Este conjunto de informações, para além de constituírem deveres semelhantes ao que podemos encontrar na relação de mandato, também constituem-se como informação sucessiva a ser prestada durante a execução contratual. Isto é, estaremos perante “(...) *deveres acessórios de informação (...)*”, em que na sua génese irão permitir a satisfação do cliente-investidor – aqui entendido como o credor do dever de prestar a informação – e, ao mesmo tempo, garantir a inexistência de danos<sup>108</sup>.

Um último pormenor a ter em conta nesta sede, é o constante do art. 304.º, n.º 3 do CVM<sup>109</sup>, onde o intermediário financeiro é obrigado a conhecer o cliente-investidor, procurando saber todas as informações necessárias para aferir dos conhecimentos e experiência que este tem sobre o mercado de valores mobiliários. Este pormenor é posterior densificado com mais detalhe no art. 314.º-B do CVM, onde se procura sinalizar que o intermediário financeiro deve procurar saber a maior quantidade de informação possível sobre o seu cliente, de forma a considerar a sua situação

<sup>106</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 144. Opinião partilhada por RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 47.

<sup>107</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 47.

<sup>108</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 140. Sobre a temática dos deveres acessórios de conduta, *vide*, por todos, LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, cit.*, pp. 121-125 e CORDEIRO, António de Menezes, *Da Boa Fé no Direito Civil*, Volume I, Almedina, Coimbra, pp. 586-631.

<sup>109</sup> Segundo o art. 304.º, n.º 3 do CVM, “*Na medida do necessário para o cumprimento dos seus deveres de prestação de serviço, o intermediário financeiro deve-se informar junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objectivos de investimento do cliente.*”

<sup>103</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 46.

<sup>104</sup> Para o Autor, estaremos perante um conjunto de “(...) *deveres secundários de prestação, funcionalizados, é certo, à prestação principal (...)* com relevância na “*relação obrigacional*” para, em termos de autonomia e de influência sobre a prossecução do interesse do credor, (...), justificar, por exemplo, a aplicação dos meios de reacção perante o não cumprimento da obrigação.” Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 141. Sobre a figura dos deveres secundários, *vide*, LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, cit.*, pp. 124.

<sup>105</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 47.

financeira, a sua experiência em matéria de investimentos, entre outros. Este conjunto de informações deve ser feito na medida do necessário, e deve ser deixado ao critério do intermediário<sup>110</sup>.

#### 4 – A responsabilidade do Intermediário Financeiro por violação dos deveres de informação

##### 4.1.1. – O regime do art. 304.º-A do Código dos Valores Mobiliários

Nos termos do art. 304.º-A do CVM, o intermediário financeiro que viole os seus deveres perante o cliente, de índole organizacional ou referentes ao exercício da sua actividade, é obrigado a indemnizá-lo pelos prejuízos causados<sup>111</sup>. Mais avança o Código, ao prever uma presunção de culpa do intermediário financeiro, quer nas relações contratuais, pré-contratuais ou no cumprimento dos deveres de informação<sup>112</sup>. Já noutro âmbito, o art. 324.º do CVM determina a nulidade de cláusulas que excluem a responsabilidade do intermediário financeiro<sup>113</sup>.

Estas são as coordenadas que pretendemos analisar neste capítulo. Como vimos até agora, o intermediário financeiro está adstrito a um profundo e extenso manancial de deveres, nomeadamente, de índole informativa. Sendo a base para a formação de uma relação de confiança entre o intermediário e o seu cliente-investidor,

<sup>110</sup> Cfr., RODRIGUES, Sofia Nascimento, *ob.cit.*, pp. 47.

<sup>111</sup> Dispõe concretamente o art. 304.º-A, n.º 1 do CVM: “Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua actividade, que lhe sejam imposto por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública.”

<sup>112</sup> Estipula o art. 304.º-A, n.º 2 do CVM: “A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação dos deveres de informação.”

<sup>113</sup> Prevê o art. 324.º, n.º 1 do CVM: “São nulas quaisquer cláusulas que excluam a responsabilidade do intermediário financeiro por actos praticados por seu representante ou auxiliar.”

para que este consiga sentir seguro de que está a aplicar de forma correcta as suas poupanças, o regime de ressarcimento dos danos, e o regime de imputação da responsabilidade, seguem esta tendência de protecção da parte mais fraca, para que haja uma tendencial igualdade entre os agentes.

##### 4.1.1.1. – A violação dos deveres por parte do intermediário financeiro

Nos termos do art. 304.º-A, n.º 1 do CVM, o intermediário financeiro é civilmente responsável quando viole os deveres que lhe são impostos por lei ou regulamento, no exercício da sua actividade ou na sua organização. Segundo a doutrina, estaremos perante deveres de índole legal e regulamentar, que os intermediários financeiros devem cumprir, sob pena de violarem “(...) disposições destinadas a proteger interesses alheios (...)”. Nesta perspectiva, a violação destes deveres permitirá o ressarcimento das perdas, patrimoniais, que os clientes, ou terceiros, tenham sofrido devido à actuação do intermediário<sup>114</sup>.

Na relação entre o intermediário financeiro e o cliente-investidor estabelece-se, na nossa opinião, uma relação de índole obrigacional em que o primeiro esta obrigado, perante o segundo, a prestar um conjunto de actividades que formam a prestação deste vínculo. Isto é, o cliente-investidor tem o direito de exigir ao intermediário o cumprimento cabal das suas obrigações, a que está adstrito através de via contratual<sup>115</sup>. Temos assim que é a violação dos seus deveres que origina, na

<sup>114</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 147. Conclui o Autor que estamos perante uma situação de responsabilidade delitual, prevista e regulada pelo art. 483.º do Código Civil. Para um contributo mais extenso, no que toca à violação de um dever de informação, entendida como uma disposição de protecção, *vide*, MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde, *ob.cit.*, pp. 237 e segs.

<sup>115</sup> Opinião perfilhada por Gonçalo Castilho dos Santos, sendo que o Autor considera que estamos perante “(...) um dever específico de agir por parte do intermediário financeiro, precisamente o dever de realizar a prestação devida.” Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 192.

esfera jurídica do intermediário, a obrigação de indemnizar o cliente-investidor pelos eventuais danos causados. Esta relação de natureza obrigacional terá a sua fonte primordial no contrato de intermediação financeira que deu azo à sua relação contratual, sendo que a definição das obrigações e a respectiva responsabilidade por incumprimento terão a sua densificação nesse documento<sup>116</sup>.

Para que a cláusula do art. 483.º do Código Civil funcione, em articulação com o art. 304.º-A, n.º 1 do CVM, é necessário que os cinco pressupostos da responsabilidade civil estejam preenchidos: o facto voluntário, a ilicitude, o dano, a culpa e o nexo de causalidade<sup>117</sup>.

No que toca ao facto voluntário do agente, é necessário que este pressuposto seja revelado através de uma acção ou de uma omissão. Pense-se numa informação não dada pelo intermediário financeiro que se revele absolutamente indispensável para a tomada de decisão do cliente-investidor. Nos termos do art. 312.º, n.º 1 do CVM, uma das principais obrigações do intermediário financeiro é divulgar a informação necessária, ao seu cliente, para que este consiga ter uma decisão *esclarecida e fundamentada*. A acção do intermediário financeiro deve ser pautada por elevados níveis de profissionalismo e diligência e a não realização da prestação a que está adstrito – quer através de uma acção ou de uma omissão – irá provocar um dano injustificado na esfera do credor, ou seja, o cliente-investidor<sup>118</sup>. É através do seu facto voluntário que o intermediário financeiro, violando os seus deveres, irá impedir que o cliente-investidor consiga retirar vantagens patrimoniais das suas decisões, violando assim a obrigatoriedade

de agir com uma conduta transparente, leal e diligente em vista a proteger os legítimos interesses do seu cliente<sup>119</sup>.

Para além da voluntariedade da acção, é necessário que a actuação do intermediário seja *ilícita*, isto é, tem que existir uma “(...) *desconformidade entre a conduta devida (a realização da prestação) e o comportamento observado pelo intermediário financeiro*.”<sup>120</sup>. Estaremos, portanto, perante uma ilicitude de índole obrigacional, em função do tipo de relação que, supra, configurámos como ser uma relação obrigacional. Teremos aqui, no fundo, através de uma actuação ilícita, “(...) *uma disfuncionalização da composição inicial de interesses vertida no contrato de intermediação financeira (...)*”<sup>121</sup>.

Para ser responsabilizado pela sua actuação, é necessário que o intermediário financeiro actue com *culpa*. Sem adiantar muitos pormenores que irão ser analisados, infra, no ponto 4.1.1.2., podemos adiantar que, nesta sede, estamos perante a necessidade de a conduta do intermediário financeiro seja “(...)  *censurada pelo facto deste não ter adoptado a conduta que, de acodo com o comando legal, deveria ter adoptado*.”<sup>122</sup>.

Em quarto lugar é necessário que a acção ou omissão do intermediário financeiro provoque dano na esfera jurídica do cliente-investidor. No entendimento de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, estaremos perante “(...) *a supressão ou diminuição de uma situação favorável que estava protegida pelo ordenamento*.”<sup>123</sup>. No mercado de valores mobiliários, este dano consistirá na

<sup>116</sup> Assim também, SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 193.

<sup>117</sup> Iremos, nas linhas subsequentes do nosso trabalho, seguir de perto as considerações de Gonçalo Castilho dos Santos.

<sup>118</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 200.

<sup>119</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 200.

<sup>120</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 200.

<sup>121</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 202. O Autor admite que o intermediário financeiro, para além dos casos de não cumprimento definitivo da prestação a que está adstrito, pode ainda ser responsabilizado em situações de mora, de incumprimento temporário da prestação, cfr., pp. 203.

<sup>122</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 208.

<sup>123</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 216.

desvantagem patrimonial suportada pelo cliente-investidor, em finção do facto voluntário do intermediário. Na esteira de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, também entendemos que a indemnização pode abranger quer danos patrimoniais, quer não patrimoniais, e ainda os lucros cessantes e os danos emergentes<sup>124</sup>.

Por último, é necessário aferir do nexo de causalidade entre o facto voluntário e o dano provocado<sup>125</sup>. Não nos cabendo a nós, no nosso trabalho e não sendo o nosso escopo, pronunciarnos sobre qual a teoria que se coaduna melhor com a letra do art. 563.º do Código Civil, consideramos de seguir a posição de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, ao referir que a teoria da causalidade adequada é a que se coaduna melhor com o regime de responsabilidade do intermediário financeiro. Ou seja, a indemnização devida por este deve-se circunscrever “(...) aos danos que provavelmente não teriam sido sofridos pelo cliente se não fosse a violação do seu direito de crédito face ao intermediário financeiro.”<sup>126</sup>.

Como tivemos oportunidade de analisar, a cláusula do art. 304.º-A, n.º 1 do CVM funciona sempre que esteja em causa uma situação em que o intermediário financeiro viola os seus deveres, colocando em perigo a confiança que o mercado deve suscitar nos seus agentes, nomeadamente nos clientes-investidores. A cláusula é particularmente abrangente no que toca aos deveres de informação,

visto que o elenco normativo determina que a responsabilidade é accionada no caso da violação de qualquer dever informativo. E assim bem se compreende esta solução visto que a informação desempenha um papel fulcral, nuclear na construção de um clima de confiança entre os vários agentes do mercado, não só assegurando uma decisão esclarecida e fundamentada por parte do cliente-investidor que assim se sente seguro ao aplicar as suas poupanças na busca de ganhos patrimoniais, como ainda assegura que o próprio mercado possa funcionar de uma forma ágil e eficiente, protegendo assim o conjunto de intervenientes que, pelas mais variadas razões e dependente da posição em que ocupam neste jogo de oferta e procura de valores mobiliários, precisam que o público em geral interiorize que o mercado é um espaço seguro, com regras definidas em que a confiança desempenha um papel primordial.

#### 4.1.1.2. – A presunção de culpa do art. 304.º-A, n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários

Nos termos do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM: “A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado por violação de deveres de informação.”.

Segundo MENEZES LEITÃO, estamos perante “(...) uma unificação do critério de apreciação da culpa do intermediário financeiro (...)”, visto que o art. 304.º, n.º 2 estabelece o princípio de que o intermediário financeiro deve agir com elevados padrões de transparência, lealdade e profissionalismo. Com isto, resulta que a presunção de culpa do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM encerra

<sup>124</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 217 e nota 516, com contributos doutrinários de Sinde Monteiro. No que toca à forma como é ressarcido o dano, Gonçalo Castilho dos Santos faz referência à teoria da diferença presente no art. 566.º, n.º 2 do Código Civil, porém com algumas exceções, cfr., *ob.cit.*, pp. 219-222.

<sup>125</sup> Para uma perspectiva mais geral sobre o nexo de causalidade como pressuposto da responsabilidade civil, *vide*, VARELA, João de Matos Antunes, *Das Obrigações em Geral*, Volume I, 9ª Edição, Almedina, Coimbra, 1998, pp. 582 e segs., VARELA, João de Matos Antunes, *ob.cit.*, Volume II, Reimpressão da 7ª Edição, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 105-106 e Leitão, Luis Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, *cit.*, pp. 343-350.

<sup>126</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 223-228, onde também aborda a questão de se o intermediário financeiro pode invocar uma causa virtual para diminuir ou extinguir a sua responsabilidade.

dentro de si o critério da culpa levíssima<sup>127</sup>. Mais acrescenta, ao considerar que o ónus da prova da culpa do intermediário financeiro cabe ao lesado, escudado no art. 487.º, n.º 2 do Código Civil<sup>128</sup>. Não obstante, as considerações agora feitas não retiram utilidade ao argumento que, na presunção de culpa do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM, estaremos perante um acentuar de responsabilidade, quer na fase contratual, quer na pré-contratual, através desta inversão do ónus da prova – ou seja, o ónus passa a pertencer ao intermediário financeiro – que em nada, no nosso entender e seguindo a posição de MENEZES LEITÃO, altera as considerações tidas anteriormente no que toca ao ónus da prova em termos gerais caber ao lesado, v.g., o cliente-investidor, mantendo assim a unidade do sistema de responsabilidade civil do intermediário financeiro<sup>129</sup>.

Posição semelhante parece ser a adoptada por GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS. No entendimento deste Autor, o art. 304.º, n.º 2 do CVM introduz um padrão distinto ao existente no art. 487.º, n.º 2 do Código Civil, no que toca à verificação da culpa na actuação do intermediário financeiro. Se por um lado o art. 487.º, n.º 2 do Código Civil nos fala da ideia do *bom pai de família*, o art. 304.º, n.º 2 do CVM, por sua vez, exige que o intermediário financeiro actue de boa fé e com “(...) *elevados padrões de diligência, lealdade e transparência*”. Segundo GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, estamos perante um “(...) *diligentissimus pater familias* (...)”<sup>130</sup>.

No seu entendimento, na esteira de MENEZES LEITÃO, a presunção constante do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM, entende-se face ao critério de *culpa levíssima* presente na norma legal. Também considera que a existência da presunção se coaduna com a ideia de que o agente profissional deve actuar com a diligência necessária a efectivar a confiança e a segurança que os clientes-investidores precisam de sentir<sup>131</sup>. Não obstante esta concordância, sobre o ónus da culpa, na sua opinião, “(...) *o ónus da prova da culpa, e para nós, do nexo de causalidade, que fica a cargo do lesante (devedor inadimplente) – artigo.350, n.º 1 do Código Civil* (...)”. Isto é, para GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, o ónus da prova da culpa presente no art. 304.º-A, n.º 2 do CVM pertencerá ao intermediário financeiro. Mais acrescenta, defendendo que, face ao constante no art. 342.º, n.º 2 do Código Civil, em termos de prova do cumprimento, o ónus estará na esfera jurídica do intermediário financeiro. Mas se estivermos perante o “(...) *não cumprimento de obrigações de conteúdo negativo* (...)”, o Autor admite que o ónus deve pertencer ao cliente, por força do art. 342.º, n.º 1 do Código Civil<sup>132</sup>.

Na nossa opinião consideramos que a posição que melhor protege os interesses da parte mais fraca, isto é, do cliente-investidor é aquela que encontra expressão nas palavras de MENEZES LEITÃO. Na verdade, nos termos do art. 487.º, n.º 1 do Código Civil: “*É ao lesado que incumbe provar a culpa do autor da lesão, salvo havendo presunção de culpa*”. Isto é, caberia ao cliente-investidor provar a culpa do intermediário financeiro em caso de danos devido a uma acção ou omissão deste

<sup>127</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 147, qualificando-a como uma situação de responsabilidade delitual à luz do art. 483.º do Código Civil.

<sup>128</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 147-148. Esta conclusão advém da classificação desta responsabilidade como delitual, interpretando *a contrario* o art. 314.º, n.º 2 do CVM, prova essa facilitada pelo facto de estarmos perante um “(...) *elevado padrão de diligência* (...)”.

<sup>129</sup> Cfr., LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 148.

<sup>130</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 210.

<sup>131</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 213-214. Acrescenta ainda que esta cláusula de responsabilidade tanto inclui a responsabilidade contratual como a extra-contratual.

<sup>132</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 236-238. Nos termos do art. 342.º, n.º 1 do Código Civil: “*Àquele que invocar um direito cabe fazer a prova dos factos constitutivos dos factos alegados*”. Já o art. 342.º, n.º 2 do Código Civil dispõe que: “*A prova dos factos impeditivos, modificativos ou extintivos do direito invocado compete àquele contra quem a invocação é feita*”.

agente do mercado, mas, e de acordo com o art. 487.º, n.º 2 do Código Civil, a presunção de culpa atribui esse ónus ao intermediário financeiro. Parece-nos uma solução justa e equilibrada pois não nos devemos esquecer que o cliente-investidor é a parte mais fraca nestes contratos e cabe ao legislador protegê-lo de eventuais abusos. Mais, a sua acção estará facilitada através do amplo critério aferidor presente no art. 304.º, n.º 2 do CVM, através do padrão da culpa levíssima. Não nos podemos esquecer que o intermediário financeiro tem um papel fulcral na construção de um clima de confiança e de segurança nos clientes-investidores, papel esse bem delineado através do acervo normativo exausto que lhe cabe cumprir. Mal seria se o cliente tivesse que provar o não cumprimento das obrigações do intermediário, tendo ele, sendo um investidor não qualificado, acesso a toda a informação necessária para aferir da conduta do agente em questão. Consideramos ainda que a inversão do ónus da prova, com a existência desta presunção de culpa, proteger os clientes-investidores de possíveis abusos de que podem ser alvo, obrigado o intermediário financeiro a provar que cumpriu com os seus deveres contratuais, pré-contratuais e de informação.

Posto isto concluímos, em suma, que o ónus da culpa presente no art. 304.º-A, n.º 1 do CVM cabe ao lesado, prova essa facilitada pelo art. 304.º, n.º 2 através das exigências de actuação do intermediário financeiro. E, ao mesmo tempo, consideramos que, por força do art.487.º, n.º 1 do Código Civil, o ónus da prova presente na presunção de culpa do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM pertencerá ao intermediário financeiro. Isto é, deve ser o intermediário financeiro a provar que cumpriu com os deveres contratuais, pré-contratuais ou de informação.

#### 4.2.1. – O regime do art. 324.º do Código dos Valores Mobiliários

Como já vimos no ponto subsequente, no art. 304.º-A, n.ºs 1 e 2, do CVM, encontramos a cláusulas geral de imputação da responsabilidade do intermediário financeiro. Já no art. 324.º do CVM, encontramos uma cláusula de imputação específica no âmbito contratual. Falamos, essencialmente, da nulidade de cláusulas de exclusão de responsabilidade por actos de representante ou auxiliar. Neste ponto iremos tentar descobrir se a exclusão da responsabilidade do intermediário financeiro por acto de representante ou auxiliar pode ser admissível.

##### 4.1.2.1. – A exclusão da responsabilidade civil do intermediário financeiro

No art. 324.º do CVM encontramos regras autónomas de responsabilidade civil do intermediário, com certas especialidades face à responsabilidade contratual. Desde logo, encontramos o art. 324.º, n.º 1 do CVM que prevê a nulidade de cláusulas que excluem a responsabilidade do intermediário devido a actos praticados por representantes ou auxiliares. Na opinião de MENEZES LEITÃO, estamos perante uma *derrogação* do art. 800.º, n.º 2 do Código Civil<sup>133</sup>, em que, não só se impede a exclusão da responsabilidade do intermediário financeiro, como o art. 800.º do Código Civil apenas poderá ter aplicação na esfera da responsabilidade contratual do intermediário financeiro, sendo que, nos restantes casos, o intermediário financeiro apenas irá responder pelos actos de terceiro segundo o art. 500.º do Código Civil<sup>134</sup>.

<sup>133</sup> Nos termos do art. 800, n.º 2 do Código Civil: “A responsabilidade pode ser excluída ou limitada, mediante acordo prévio dos interessados, desde que a exclusão ou limitação não compreenda actos que representem a violação de deveres impostos por normas de ordem pública.”

<sup>134</sup> Cfr., LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *ob.cit.*, pp. 148. Em concordância com a opinião que se trata de uma derrogação do art. 800, n.º 2 do Código Civil, cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 241.

Uma questão pertinente e de aguda importância nesta sede é a de saber se é possível a estipulação, através de cláusulas contratuais gerais, de regras que limitem ou excluam a responsabilidade civil do intermediário financeiro para efeitos do art. 324.º do CVM, quando os actos sejam praticados por seu representante ou auxiliar.

Segundo o entendimento de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, a análise a este problema terá que partir de um conjunto de normas que contém importantes subsídios para esta questão, nomeadamente, os arts. 324.º, n.º 1, e 334.º, n.º 2, ambos do CVM; o art. 809.º do Código Civil e os arts. 18.º, alíneas c) e d) e 21.º, alínea d), ambos da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais, doravante LCCG<sup>135</sup>. No seu entendimento, a regra constante do art. 324.º, n.º 1 do Código Civil, que veda a possibilidade de exclusão de responsabilidade, se coaduna com a previsão do art. 809.º do Código Civil, que proíbe as cláusulas em que o credor renuncia antecipadamente aos seus direitos<sup>136</sup>. Entende o Autor que a equiparação feita pelo art. 321.º, n.º 3 do CVM<sup>137</sup> é extemporânea pois a articulação dos artigos da LCCG são suficientes para ter obter esse efeito. Ou seja, se através do art. 321.º, n.º 3 do CVM, temos a equiparação de investidores não qualificados a consumidores, isto significa que, nos termos da LCCG, iriam ser-lhes aplicado o regime constante dos arts. 20.º e segs. da LCCG. Ora, esta remissão olvida o facto de, nos termos do art. 20.º da LCCG, o regime dos arts. 17.º e segs. da LCCG, aplicáveis aos profissionais, também é

extensivo aos consumidores. Por tudo isto, o Autor, posição que perfilhamos, considera que a existência do art. 321.º, n.º 3 do CVM é dúbia pois o seu efeito já é conseguido através da conjugação dos vários elencos normativos referidos da LCCG<sup>138</sup>.

No entendimento de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, não será admissível a existência de cláusulas que excluam a responsabilidade do intermediário financeiro, ou sequer que a limitem<sup>139</sup>. Defende o Autor que o art. 324.º, n.º 1 do CVM veda por completo a possibilidade de derrogação do art. 800.º, n.º 2 do Código Civil, proibindo a existência de cláusulas de exclusão da responsabilidade, em respeito ao art. 809.º do Código Civil e do art. 18.º, alínea d) da LCCG, mesmo que haja culpa leve<sup>140</sup>. Questão diferente se coloca quando se trata de limitar a responsabilidade civil obrigacional do intermediário, através de uma cláusula contratual geral ou outro qualquer molde negocial e perante qualquer tipo de culpa.

Entende GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, na nossa opinião acertadamente sendo uma posição que aderimos por completo, que não deve ser permitida a possibilidade limitação de responsabilidade do intermediário financeiro, por respeito aos valores que presidem ao regime de

---

<sup>138</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 243.

<sup>139</sup> Não nos cabe a nós, por economia de espaço e por estar fora do âmbito do nosso trabalho, discutir a concatenação possível entre o regime da LCCG e do art. 809.º do Código Civil, optamos apenas por fazer uma referência breve. Segundo Gonçalo Castilho dos Santos, a doutrina divide-se em três correntes nesta matéria: uns admitem uma interpretação restritiva do art. 809.º do Código Civil, com o intuito de admitir cláusulas que excluam a responsabilidade sustentadas na culpa leve; outros defendem que o Código Civil não pode ser mais restritivo que a LCCG, argumentado portanto que é possível a limitação ou a exclusão da responsabilidade por culpa leve; outros há ainda que consideram que uma lei especial, como a LCCG, não poderá derrogar uma lei geral como o Código Civil, concluindo pela nulidade de qualquer cláusula que viole o art. 809.º do Código Civil. Não obstante estas posições, a doutrina considera, pacificamente, a possibilidade de excluir a responsabilidade do devedor por culpa leve, e limitá-la quando estejamos perante actos praticados por representantes ou auxiliares. Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 244-245, com notas e referências bibliográficas.

<sup>140</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 245.

---

<sup>135</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de Outubro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 220/95, de 31 de Janeiro e alterado pelo Decreto-Lei n.º 249/99, de 7 de Julho. Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 241.

<sup>136</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 242.

<sup>137</sup> Nos termos do art. 321.º, n.º 3 do CVM: “Aos contratos de intermediação financeira é aplicável o regime das cláusulas contratuais gerais, sendo que para esse efeito os investidores não qualificados equiparados a consumidores.”

imputação do Código dos Valores Mobiliários. Se por um lado o intermediário financeiro está adstrito a um conjunto pesado de deveres que visam construir uma confiança e uma segurança suficientes para o cliente-investidor possa procurar no mercado de valores mobiliários as melhores formas de ter ganhos patrimoniais, também é verdade que esta acção por parte do intermediário deve ser feita à luz do art. 304.º, n.º 2 do CVM, ou seja, à luz do critério do *diligentissimus pater familias*<sup>141</sup>. Com isto pretende-se dizer que o intermediário financeiro, de forma mais apurada e exigente da fórmula que encontramos na lei civil, tem deveres acrescidos devido à posição que ocupa como agente do mercado. Isto é, não chega, na nossa opinião, dizer que o intermediário financeiro deve actuar como um bom pai de família. Mesmo considerando que estamos perante uma cláusula geral que deve ser preenchida casuisticamente, consideramos que ela não consegue preencher por completo todas as funções, toda a importância que o intermediário tem. Não nos podemos esquecer que ele está obrigado a cumprir um manancial exaustivo de deveres de informação, sendo ele um dos principais agentes que deve transmitir uma confiança nos mercados que se extenda aos clientes-investidores. A sua função não pode ser diminuída ao ponto que se deve comportar como um normal contraente, bem mais do que isso, aliás, exige a própria lei mobiliária ao exigir que o intermediário actue com elevados padrões de lealdade, transparência e diligência. Nós estamos perante sujeitos com uma posição privilegiada, no que toca ao acesso à informação, no mercado de capitais e é essa mesma informação o vector principal para criar os dois pilares que sustentam todo o mercado de valores mobiliários: a confiança e a segurança. Por isto, consideramos que não se pode admitir a exclusão ou mesmo a limitação da

responsabilidade civil obrigacional do intermediário financeiro, porque estar-se-ia a criar uma distorção num regime que, no seu elenco normativo, coloca um acento tónico bastante forte na protecção dos agentes mais fracos e na necessidade que o intermediário financeiro se comporte de forma a não colocar em causa a confiança e a segurança que os mercados necessitam para poder funcionar de forma eficiente e, permitir, ao cliente-investidor obter ganhos patrimoniais através da aplicação das suas poupanças.

#### 4.1.3. - A natureza jurídica da responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente

A dúvida de saber qual a natureza jurídica do esquema da responsabilidade civil do intermediário financeiro não é, de todo, de resposta fácil. Numa perspectiva inicial, na esteira de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, podemos considerar que a lei mobiliária aceita que a responsabilidade civil do intermediário seja aceite independentemente de culpa: referimo-nos, concretamente e a título exemplificativo, à relação entre o art. 324.º do CVM e o art. 800.º do Código Civil<sup>142</sup>.

Refere o Autor que, para além deste ponto inicial, a responsabilidade do intermediário tem uma tendência, nas suas palavras, “(...) *objectivizada ou objectivizante*”. No seu entender, para além da responsabilidade objectiva presente ao longo da lei mobiliária, temos ainda “(...) *outros exemplos importantes – e também eles nevrálgicos* (...)”, que permitem uma densificação do tipo de responsabilidade civil que estamos perante. Relacionado com esta perspectiva, é de realçar que a lei mobiliária, através do art. 304.º, n.º 2 do

<sup>141</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 246.

<sup>142</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 270-271. Na análise subsequente iremos seguir as suas considerações de perto.

CVM, impõe ao intermediário financeiro uma actuação mais exigente que a do *bom pai de família*, imputando-lhe a responsabilidade através do mecanismo jurídico da presunção de culpa<sup>143</sup>.

Não obstante estas considerações, o Autor considera – e na nossa opinião, de forma correcta – que estamos perante uma responsabilidade *subjectiva*, fundada na culpa do intermediário financeiro<sup>144</sup>. E é neste ponto que GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, admite que existe uma influência objectiva ou objectivizante neste regime de pendor subjectivista. No seu entendimento, as normas de *ratio* objectiva, no campo da responsabilidade do intermediário financeiro, surgem devido ao risco inerente à participação no mercado de capitais. Para o Autor, existe uma “(...) *distribuição da respectiva perigosidade – enquanto susceptibilidade danosa – por quem, mais beneficiando dessa actividade, estaria em condições de poder/dever indemnizar.*”<sup>145</sup>. Para além deste ponto, o Autor acrescenta ainda a seguinte ideia-chave: nos contratos de intermediação financeira existe uma *álea*, em que o risco da operação é ponderado pelo cliente-investidor com o objectivo de ter ganhos patrimoniais. Deste modo o cliente-investidor surge como o *beneficiário* do risco que está subjacente ao negócio em questão, negando, consequentemente, a ideia de dano para efeitos de imputação da responsabilidade em casos de actuação diligente por parte do intermediário financeiro<sup>146</sup>.

Na tentativa de descobrir a *ratio* fundadora da responsabilidade civil do intermediário financeiro, consideramos que, na esteira de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, devemos procurar a solução noutros quadrantes como sejam a tutela da confiança e a função económico-social do contrato de intermediação financeira. Se por um lado o intermediário financeiro encerra dentro de si a necessidade de criar uma imagem de credibilidade junto dos outros agentes do mercado de valores mobiliários, ele também é a pessoa, por estipulação da lei mobiliária, que permite ao cliente-investidor entrar no mundo dos valores mobiliários e ter a possibilidade de obter ganhos patrimoniais<sup>147</sup>. Isto não só provoca uma necessidade por parte das autoridades reguladoras de conformar a actividade do intermediário financeiro dentro de regras claras, como também faz com que, nas palavras de GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, “(...) *esta intermediação genética, assumida pelo intermediário financeiro junto do cliente, justifica que a lei acabe por alargar as fórmulas tradicionais (ex vi da lei civil) de imputação objectiva (ou exigentemente quase-objectiva) (...).*” No fundo, o Autor frisa o acento tónico na confiança que o intermediário financeiro transmite ao cliente-investidor e, principalmente, ao papel de “(...) *elo central (...)*” que este agente desempenha na ligação fulcral que deve existir entre mercado, intermediários e clientes-investidores, de forma a que seja criada uma redoma de confiança e de segurança<sup>148</sup>.

Em suma, na nossa opinião consideramos que a responsabilidade civil do intermediário financeiro envolve duas vertentes. Por um lado temos uma

<sup>143</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 270. Considera o Autor que este regime deve ser articulado com os arts. 304.º-A, n.º 2 do CVM e com o art. 799.º do Código Civil. Isto sem prejuízo, como iremos ver mais à frente, de se considerar que estamos perante uma responsabilidade subjectiva.

<sup>144</sup> O Autor coloca o acento tónico nos arts. 304.º, n.º 2 e 314., ambos do CVM, para justificar a sua afirmação. Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 271.

<sup>145</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 271. Não obstante esta sua posição, o Autor considera que não se deve entender a actividade do intermediário financeiro à luz do art. 493.º, n.º 2 do Código Civil, isto é, considerá-la como uma actividade perigosa.

<sup>146</sup> Gonçalo Castilho dos Santos frisa que estamos perante a “(...) *álea negocial (...)*”, e não perante o “(...) *risco enquanto instância de ponderação de*

*danos (...)*”. Assim se compreende que o intermediário financeiro não responda por eventuais perdas decorrentes da operação inserida no mercado de capitais, caso tenha actuado de acordo com a exigência da lei mobiliária, e a perda tenha sido resultado de desvalorizações de cotações. Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 271-272.

<sup>147</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 274.

<sup>148</sup> Cfr., SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, pp. 274-275.

responsabilidade subjectiva fundada na culpa do intermediário financeiro com a expressão legal constante do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM, com a articulação com a cláusula de aferição do comportamento do intermediário constante do art. 304.º, n.º 2 do CVM. E por outro lado também temos a manifestação de responsabilidade objectiva do intermediário, não só através da responsabilidade contratual presente no art. 324.º do CVM, em colaboração estrita em termos de funcionamento com os arts. 800.º e 809.º do Código Civil, como também na importância que o intermediário financeiro tem no funcionamento do mercado de valores mobiliários, em parte devido à excepcional posição que ele possui em termos de conhecimento das informações necessárias para formar um clima de confiança e de segurança indispensáveis para o bom funcionamento do mercado.

## 5 – Conclusão

O contrato de intermediação financeira surge como um dos mais importantes e fulcrais inserido no mercado dos valores mobiliários. Consiste no negócio jurídico que permite o encontro da oferta e da procura no mercado de valores mobiliários, isto é, permite a um indivíduo aceder a um instrumento para obter ganhos patrimoniais com o investimento das suas poupanças, estabelecendo, ao mesmo tempo, uma relação de confiança com o agente do mercado que irá servir de interlocutor – o intermediário financeiro.

O Código dos Valores Mobiliários elenca um quadro normativo contratual não taxativo. De uma forma geral, podemos concluir que o contrato de intermediação surge como uma categoria contratual autónoma, com regras próprias. Entre elas, encontramos a necessidade de ter forma escrita, consubstancia-se como verdadeiros contratos comerciais, contendo ainda vários

deveres informativos que são comuns a todos os subtipos legais. Mais especificamente, encontramos a distinção entre contratos de investimento e contratos auxiliares, sendo que os primeiros estão dirigidos para a prática de serviços na área da intermediação financeira; e os segundos, têm como função prestar serviços auxiliares aos contratos de intermediação.

Também podemos concluir que os deveres informativos presentes no CVM são extensos, de um alcance e de uma profundidade tal que se tornam numa peça fulcral para a sobrevivência do próprio mercado. Duas razões se destacam para justificar este profuso elenco normativo: a protecção dos investidores e a defesa do mercado e da sua regulação. Por um lado os deveres informativos protegem os investidores mais frágeis, os investidores não qualificados, que dificilmente têm acesso à informação necessária para lhes transmitir confiança. A regulação legal que podemos encontrar no CVM tem como objectivo proteger estes investidores, formando na sua esfera um sentimento de confiança e de segurança que lhes permita ter uma decisão esclarecida e fundamentada sobre quais as melhores opções para investir as suas poupanças. E, por outro lado, estes deveres informativos também ganham uma importância especial porque são uma das travesmestras indispensáveis para defender o próprio mercado de agentes que pensem mais em ganhos próprios. Ademais, a existência de uma vasta informação, completa e verosímil, ajuda o próprio mercado a regular-se e a proteger-se, permitindo que transpareça para a sociedade a imagem de um conjunto de agentes que actuam de boa fé.

Os deveres de informação do intermediário financeiro podem ser divididos em dois grandes grupos: os deveres de informação pré-contratual e os deveres de informação contratual. Os primeiros encontram-se regulados nos arts. 312.º e segs. do

CVM e têm por objectivo levar o cliente-investidor a tomar uma decisão esclarecida e fundamentada sobre os seus projectos de investimento, como também criar o clima de confiança e segurança necessários para o mercado de capitais prosperar. Os segundos encontram-se previstos nos arts. 323.º e segs. do CVM e, debruçam-se principalmente, sobre os deveres de informação nas operações de execução de ordens e sobre os resultados das operações. Constituem deveres típicos da relação de mandato, como também se podem classificar como informação sucessiva a ser transmitida, obrigatoriamente, pelo intermediário financeiro.

O regime da responsabilidade civil do intermediário financeiro pode ser encontrado, principalmente, nos arts. 304.º-A e 324.º, ambos do CVM. Por um lado, no art. 304.º-A, n.º 1 do CVM prevê-se a responsabilidade do intermediário financeiro por violação dos seus deveres impostos por lei ou regulamento, tratando-se de disposições que visam proteger interesses alheios, à luz do art. 483.º do Código Civil. Por outro, o art. 304.º-A, n.º 2 do CVM estabelece uma presunção de culpa quando se viole os deveres respeitantes à organização e ao exercício da actividade do intermediário financeiro, bem como quando esteja em causa qualquer dever de informação. Estamos perante uma relação de índole obrigacional, onde o intermediário financeiro fica adstrito a cumprir com uma prestação perante o cliente-investidor. Deste modo, o incumprimento por sua parte, de qualquer dos seus deveres, tem como consequência que incorra em responsabilidade. E, na mesma esteira mas aprofundando o raciocínio, a presunção de culpa do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM coloca uma tónica mais intensa nos deveres de informação, sobressaindo ainda mais a sua importância.

Para a aplicação do mecanismo da responsabilidade civil, previsto pelo art. 483.º do Código Civil, é necessário que estejam reunidos os cinco pressupostos: facto voluntário, ilicitude, dano, culpa e nexos de causalidade, em que o ónus da prova caberá ao lesado. Já no que toca à presunção de culpa, podemos concluir que, para além de existir uma unificação do critério da culpa, não só através do art. 304.º, n.º 2 do CVM que impõe uma conduta diligentíssima por parte do intermediário financeiro, institui uma inversão do ónus da prova, cabendo a este provar que cumpriu, de acordo com a cláusula constante do art. 304.º, n.º 2 do CVM, os seus deveres.

Já no regime do art. 324.º, n.º 1 do CVM, que prevê a nulidade das cláusulas que excluem a responsabilidade civil do intermediário financeiro por actos praticados por representante ou auxiliar, entendemos que, não só não pode ser permitida cláusulas que excluem a responsabilidade do intermediário nestes casos, como a limitação também deve ser proibida. Assim é pois o art. 809.º do Código Civil proíbe a renúncia antecipada dos direitos por parte do credor, e o art. 20.º da LCCG equipara, para o regime do diploma em questão, os consumidores aos profissionais fazendo com que a proibição constante do art. 18.º, alínea d) do CVM também se aplique nesta sede. Também a limitação deve ser afastada porque a função do intermediário financeiro não se coaduna com a possibilidade de admitir que não cumpra os seus deveres de forma diligentíssima. Cabe a ele servir como elo de ligação entre a oferta e a procura no mercado de valores mobiliários, recaindo sobre ele deveres que se constituem como mais amplos e exigentes face ao critério geral do bom pai de família. Com o acesso privilegiado que este agente tem, e com o dever que lhe recai para a divulgar da melhor forma possível, com eficiência e verdade, não poderá haver margem

para uma desculpabilização do mesmo, em caso de violação dos deveres a que está obrigado.

A responsabilidade civil do intermediário financeiro tem duas vertentes, coincidentes com o profuso regime legal. A sua responsabilidade é de índole subjectiva com a necessidade de aferição da culpa do intermediário, à luz da cláusula do art. 304.º-A, n.º 2 do CVM. E a sua responsabilidade também é de pender objectivo, aquando do incumprimento dos deveres legais a que está adstrito, sem esquecer a responsabilidade civil independente de culpa, que pode ser encontrada no art. 324.º do CVM.

## 6 – Bibliografia

- AFONSO, A. Isabel, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro”, in *AaVv: Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 55-86
- ALBUQUERQUE, Pedro de, *O Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 1993
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, in *AaVv: Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 291-309.
- *Contratos II. Conteúdo. Contratos de Troca*, Almedina, Coimbra, 2007
- “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 121-136.
- ALMEIDA, João Queirós de, “Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica”, in *AaVv, Caderno dos Mercados dos Valores Mobiliários*, n.º 24, Novembro de 2006, pp. 291-303.
- ANTUNES, José A. Engrácia, “Os Contratos de Intermediação Financeira”, in: *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. LXXXV, Coimbra, 2007, pp. 277-319.
- *Direito dos Contratos Comerciais*, 1ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009.
- BARROSO, H. Tapp, *Subscrição de Acções através de Intermediários – O Caso Especial da Tomada Firme*, Diss., UCP, Lisboa, 1994
- CAMANHO, Paula Ponces, *Do Contrato de Depósito Bancário: natureza jurídica e alguns problemas de regime*, Almedina, Coimbra, 1998
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009
- CAMUZZI, Sergio Scotti, “I Conflitti di Interessi fra Intermediari Finanziari e Clienti nella Direttiva MIFID”, in: *Banca Borsa Titolo di Credito*, Volume LX, 2, Marzo-Aprile 2007, Giuffrè Editore, 2007, pp. 121-132.
- CASTALDI, Giovanni e FERRO-LUZZI, Paolo, *La Nuova Legge Bancaria*, Tomo III, Giuffrè Editore, 1996
- CASTRO, Carlos Osório de, “A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 333 e segs.
- CORDEIRO, António de Menezes, *Tratado de Direito Civil Português, Parte Geral, Tomo I*, 2ª Reimpressão da 3ª Edição de Março de 2005 (Aumentada e Inteiramente Revista), Almedina, Coimbra, 2009
- *Da Boa Fé no Direito Civil, Volume I e II*, Almedina, Coimbra, 1997
- *Manual de Direito Bancário*, 4ª Edição, Lisboa, Almedina, 2010
- *Manual de Direito Comercial*, 1ª Edição, Volume I, Almedina, Coimbra, 2001
- DUARTE, Rui Pinto, “Contratos de Intermediação Financeira no Código dos Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pp. 351-372
- FARIA, José Manuel, “Regulando a Actividade Financeira: As Actividades de Intermediação Financeira – Razões e Critérios Gerais para a Compartimentação”, in: *AaVv, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002, pp. 1-24
- FERREIRA, Amadeu José, “Ordem de Bolsa”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 52, Julho de 1992, Lisboa, pp.467-511
- *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997
- FERREIRA, Eduardo Paz, “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Separata da Revista da Banca*, n.º 50, Julho/Dezembro de 2000, pp. 5 e segs.
- GOMES, Fátima, “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, in: *Direito e Justiça*, Volume VIII, Tomo I, 1994, pp. 201-292.
- “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, in: *Estudos Dedicados ao Prof.Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, UCP Editora, Lisboa, 1ª Edição, 2002, pp. 565-599.
- GONZALEZ, P. Boullosa, “Gestão de Carteiras – Deveres de Informação, Anotação à Sentença da 5ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3ª Secção, Processo n.º 2261/05.0TVPR” in: *AaVv Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 30, Agosto de 2008, pp. 147-166.
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, Coimbra, 2000, pp. 129-156.

- *Direito das Obrigações, Volume I*, 8ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009

- *Direito das Obrigações, Volume III, Contratos em Especial*, 6ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009

MAFFEIS, Daniele, “Intermediario Contro Investitore: i Derivati Over The Counter”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LXIII, 6, Novembro-Dicembre 2010, Giuffrè Editore, 2010, pp. 779-796

MARTINS, Fazenda, “Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado”, in: *AaVv Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º7, Abril de 2000, pp. 328-348

MASCARENHAS, Maria Vaz de, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres – Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça”, in: *AaVv, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13, Abril de 2002, pp. 109-128

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra, 1989

NUNES, Fernanda Conceição, “Os Intermediários Financeiros”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, 2000, pp. 91-128.

OGANDO, José João de Avillez, “Os Deveres de Informação Permanente no Mercado de Capitais”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Novembro de 2004, Lisboa, pp. 201-256.

PEREIRA, Maria Rebelo, “Contratos de registo e Depósito de Valores Mobiliários – Conceito e Regime”, in: *AaVv Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002, pp. 317-322

PERRONE, Andrea, “Regole di Comportamento e Tutela degli Investitori. Less is More”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LXIII, 5, Settembre-Ottobre 2010 Giuffrè Editore, 2010

- “Gli Obblighi di Informazione nella Prestazione dei Servizi di Investimenti”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LIX, 4, Luglio-Agosto 2006, Giuffrè Editore, 2006, pp. 372-387

PINA, Carlos Costa, *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 1999

POSER, Norman e FANTO, James, *Broker-Dealer Law and Regulation*, 4ª Edição, Aspen, New York, 2007

RODRIGUES, Sofia Nascimento, “Aspectos jurídicos da Actividade e dos Relatórios de Análise Financeira”, in: *AaVv, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 14, Agosto de 2002, pp. 100-104

- “Os Contratos de Reporte e de Empréstimo no Código dos Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pp. 288-326.

- *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001

SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, Coimbra, 2008

VALE, Alexandre Lucena e, “Consultoria para Investimento em Valores Mobiliários”, in: *AaVv, Direito dos Valores Mobiliários*, volume V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 343-403.

VARELA, João de Matos Antunes, *Das Obrigações em Geral*, Volume I, 9ª Edição, Almedina, Coimbra, 1998

- *Das Obrigações em Geral*, Volume II, Reimpressão da 7ª Edição, Almedina, Coimbra, 2003.

VASCONCELOS, Pedro de Pais, “Mandato Bancário”, in: *AaVv, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Volume II – Direito Bancário, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 131-155.

VIGO, Ruggero, “La Reticenza dell’Intermediario nei Contratti Relativi alla Prestazione di Servizio d’Investimento”, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LVIII, 6 Novembro-Dicembre 2005, Giuffrè Editore, 2005, pp. 665-674.

## O AUTOR

Pedro Miguel S.M. Rodrigues, nascido a 18 de Julho de 1988, actualmente frequenta o curso de Mestrado Científico da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, na área de Direito Bancário e Direito dos Seguros, procedendo neste momento à elaboração da respectiva Tese de Mestrado, após terminar o primeiro ano com média final de 16 valores.

Começou os seus estudos nos Salesianos de Lisboa, mudando-se posteriormente para a Escola Básica Luís de Camões, onde estudou até ao 9.º Ano. Efetuou os estudos secundários no Liceu D. Filipa de Lencastre, na área de Humanidades, e após ter frequentado o Neues Gymnasium Nürnberg ao abrigo de uma bolsa concedida pelo Goethe Institut, terminou os estudos secundários com a média final de 16 valores.

Mais tarde, concluiu a Licenciatura em Direito, com a média final de 14 valores, na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, frequentando ainda, ao abrigo do programa Erasmus, a Mykolas Romeris Universitetas, em Vilnius.

