



A responsabilidade do banco central pela criação de expectativas infundadas aos investidores

Pedro Pais de Vasconcelos¹

1. O problema

Muitos investidores, principalmente investidores não qualificados, que sofreram perdas patrimoniais graves na sequência da grande crise financeira, consideram que esse dano foi injusto, e que as suas expectativas em relação aos investimentos que fizeram se frustraram injustamente, e interrogam-se sobre de quem é a responsabilidade pela criação das expectativas infundadas que os fizeram investir mal e sofrer danos.

Os bancos centrais têm responsabilidade por essas expectativas infundadas?

2. Enquadramento. Expectativa e direitos subjetivos; expectativas jurídicas e expectativas de mercados; expectativas fundadas e infundadas

Começando pelas expectativas.

* O presente artigo corresponde ao tema apresentado no III Congresso de Direito Bancário, organizado pela Almedina, nos dias 21 e 22 de novembro de 2017.

¹ Professor Catedrático Jubilado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa; Advogado; Diretor da Revista de Direito Comercial.



Uma expectativa é uma atitude que se traduz na antecipação de um ou mais eventos futuros, com base numa previsão. É o resultado da prognose. A expectativa é a situação em que se encontra uma pessoa que prevê e espera que algo venha a suceder. A expectativa distingue-se bem da percepção. Enquanto a percepção é atual e se projeta na atualidade, a expectativa é atual e projeta-se no futuro. A percepção dá-se na atualidade e refere-se à atualidade: há identidade de tempo entre a percepção e o seu objeto. Diferentemente, a expectativa dá-se também na atualidade, mas refere-se ao futuro; não há identidade temporal entre o momento da expectativa e o tempo do seu objeto. Por isso, as expectativas são mais frágeis e mais falíveis do que as percepções. Quanto mais dilatada for a diferença temporal, mais frágeis e falíveis são as expectativas.

Todos sabemos que as pessoas não sabem prever o futuro, se o soubessem não haveria bolsas, nem casinos, nem apostas e a vida seria terrível. É mais frequente e mais natural errar sobre o futuro do que acertar. A esse propósito lembro que nos anos 50/60 se previa um ano 2000 com a colonização do espaço e que o que veio a suceder foi a internet, os computadores e os smartphones. As expectativas saem quase sempre frustradas.

Mas importa distinguir expectativas de mercado e expectativas jurídicas. O mercado financeiro assenta em expectativas. Expectativas de subida e de descida de valores, expectativas económicas, financeiras e políticas. Estas expectativas são inerentemente incertas e falíveis. Quanto maior a volatilidade, maior a falibilidade.



Para que o mercado funcione é mesmo necessário que as expectativas falhem. Se nunca falhassem não haveria incerteza nem risco, não haveria expectativas contrárias simultâneas e não haveria operações, porque ou só haveria compradores sem vendedores, ou só haveria vendedores sem compradores. A falibilidade das expectativas, mais ainda que inerente ao mercado é mesmo útil e virtuosa. Sem ela não há mercado.

Expectativas jurídicas são aquelas que são protegidas pelo direito. Nem todas as expectativas têm cobertura ou proteção jurídica, mas algumas têm. As expectativas jurídicas são raras e são excepcionais. Trata-se normalmente de situações que são típicas e que correspondem a situações da vida, a posições sociais típicas que são de tal modo fortes e que são de tal modo necessárias que merecem essa proteção jurídica antecipada e tutelar. Quando são protegidas pelo direito chamam-se expectativas jurídicas.

Expectativas jurídicas são posições jurídicas pessoais de vantagem, inerentes à afetação futura de bens à realização futura de fins do seu titular, através da atribuição atual de poderes ao seu titular e da vinculação atual de terceiros, com o fim de evitar ou impedir a respetiva frustração ou detrimento no futuro. É paradigmática a expectativa do adquirente sob condição suspensiva ou do alienante sob condição resolutiva regulada nos artigos 272º e seguintes do Código Civil (o titular atual «deve agir, na pendência da condição, segundo os ditames da boa fé, por forma que não comprometa a integridade do direito da outra parte»).



A expectativa jurídica tem de se distinguir do direito subjetivo que – segundo o meu ensino² – é a afetação atual de um bem atual à realização de um fim atual, enquanto a expectativa jurídica é a afetação atual da proteção atual a um bem futuro para a realização de um fim ou interesse futuro.

Só há expectativa jurídica quando a lei assim o prevê e lhe confere um regime jurídico de tutela. As meras expectativas de mercado, quando não estejam legalmente previstas e consagradas não são expectativas jurídicas.

3. Responsabilidade: responsabilidade civil propriamente dita (por ilicitude do ato) e responsabilidade pelo risco (ilicitude do dano).

Chama-se indistintamente “responsabilidade”, à responsabilidade civil por dano causado por atos ilícitos e à responsabilidade pelo risco. São coisas muito diferentes.

O primeiro caso decorre de uma ética de responsabilidade que tem raiz na moral estoica (não é por acaso que a *lex aquilia de damno* é do sec. III – 286 a.C. – e nos primeiros tempos da *stoa* antiga³) e assenta numa moral de liberdade e de responsabilidade. A decisão e a ação são livres e a escolha do bem e do mal fundam a

² PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 8ª ed., Almedina, Coimbra, 2015, págs. 260 e sgs.

³ Zenão ensinou na *Stoa* por volta de 300 a. C.,.



responsabilidade.⁴ A responsabilidade civil, nesta perspectiva assente na ilicitude da ação, da sua escolha e do comportamento.

Diversamente, a responsabilidade pelo risco não tem nada disto e o que a funda é a ilicitude do dano. Ilícito é o “dano injusto”. O dano é injusto quando é contrário ao plano do dever ser que esta pessoa sofra este dano. Porquê esta pessoa e não outra, ou mais, ou todas? No caso da ilicitude da ação, a consequência é o castigo ou a compensação; no caso de ilicitude do dano a resposta jurídica está na imputação do dano a outrem, a outra pessoa, a outras pessoas (mutualização do dano) ou a todas as pessoas (socialização do dano). A regra geral do regime do dano é de cada um sofrer o dano que sobre si recaiu, que teve a má sorte de que o afetasse (*res perit domino suo, the risk lies where it falls*). Esta regra geral sofre muitas exceções.

Em tempos recentes, uma das mais importantes exceções traduziu-se em o risco de acidente na prestação do trabalho ser transferido do empregado para o patrão (responsabilidade laboral), dos acidentes causados por animais, por veículos ou por instalações de energia elétricas ou de gás serem transferidos para quem é seu dono ou os domina (artigos 502º, 503º e 509º do Código Civil). A ideia subjacente a estas transferências do risco está em imputar o risco ao beneficiário do perigo. Estas são transferências específicas do risco.

⁴ Não se deve confundir a moral de liberdade e de responsabilidade da *Stoa* da doutrina da predestinação, que não priva as pessoas, individualmente consideradas, da liberdade de agir e da responsabilidade pelas suas escolhas. A doutrina do estoicismo está povoada do debate entre a doutrina da liberdade e a doutrina da predestinação.



Outra das exceções, esta muito antiga, é feita através do seguro. O seguro é uma técnica de mutualização do risco, em que os riscos são transferidos para o segurador que os assume em massa e os transfere para os tomadores dos seguros através dos prémios. Os riscos segurados são assim transferidos para uma multidão de tomadores do seguro que são também, tendencialmente os transferentes do risco. No seguro, uma mesma multidão de pessoas transfere uma multiplicidade de riscos para si mesmas, através do segurador. O risco de cada um acaba por ser suportado por todos. Por isso se trata de mutualização.

Uma terceira grande modalidade de transferência do risco ocorre quando os danos são transferidos para toda a sociedade ou comunidade através do Estado que os cobre e compensa, recorrendo aos meios que lhe são facultados pelo sistema fiscal. Trata-se então da socialização do risco. O risco é socializado ao ser imputado, assumido e custeado pela sociedade em geral. Acontece assim, com alguma frequência por ocasião de grandes catástrofes quando o próprio Estado assume para si, totalmente ou em parte, o custo de reparações, reposições ou compensações dos danos ocorridos.

4. Quadro de deveres do banco central

i. O banco central, hoje; o BCE e os bancos centrais dos Estados Membros;

Na Europa federalizada dos dias de hoje já não se pode conceber um banco central por cada país, como antigamente. Hoje os bancos centrais dos Estados-Membros estão integrados numa estrutura



federal designada Sistema Europeu de Bancos Centrais – SEBC, prevista nos artigos 127º e segs. do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. De acordo com o nº 1 deste artigo:

O objetivo primordial do Sistema Europeu de Bancos Centrais, adiante designado "SEBC", é a manutenção da estabilidade dos preços. Sem prejuízo do objetivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na União tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União tal como se encontram definidos no artigo 3º do Tratado da União Europeia. O SEBC atuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos e observando os princípios definidos no artigo 119º. Nestas políticas estão os objetivos gerais de integração, mercado interno, coesão e prosperidade da União Europeia e não propriamente à defesa do mercado financeiro.

Os bancos centrais, no que mais nos diz respeito, o Banco de Portugal, segundo o artigo 3º da sua Lei Orgânica:

O Banco prossegue os objetivos e participa no desempenho das atribuições cometidas ao SEBC e está sujeito ao disposto nos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, adiante designados por Estatutos do SEBC / BCE, atuando em conformidade com as orientações e instruções que o Banco Central Europeu, adiante abreviadamente designado por BCE, lhe dirija ao abrigo dos mesmos Estatutos.

No artigo 12º encontra-se mais especificado, que lhe cabe:



- Velar pela estabilidade do sistema financeiro nacional, assegurando com essa finalidade, designadamente, as funções de refinanciador de última instância e de autoridade macroprudencial nacional; e
- Participar no sistema europeu de prevenção e mitigação de riscos para a estabilidade financeira e em outras instâncias que prossigam a mesma finalidade;

Em termos macroprudenciais, cabe ao Banco de Portugal, no artigo 16º-A:

- Enquanto autoridade macroprudencial nacional, compete ao Banco de Portugal definir e executar a política macroprudencial, designadamente identificar, acompanhar e avaliar riscos sistémicos, bem como propor e adotar medidas de prevenção, mitigação ou redução desses riscos, com vista a reforçar a resiliência do setor financeiro.
- O Banco de Portugal pode emitir determinações, alertas e recomendações dirigidas às autoridades e entidades públicas ou privadas tendentes à consecução dos objetivos previstos no número anterior, nos termos da legislação aplicável.

E, no artigo 17º:

- Compete ao Banco de Portugal exercer a supervisão das instituições de crédito, sociedades financeiras e outras entidades que lhe estejam legalmente sujeitas, nomeadamente estabelecendo diretivas para a sua atuação e para assegurar os serviços de centralização de riscos de crédito, bem como aplicando-lhes medidas de intervenção



preventiva e corretiva, nos termos da legislação que rege a supervisão financeira.

- Compete ainda ao Banco de Portugal participar, no quadro do Mecanismo Único de Supervisão, na definição de princípios, normas e procedimentos de supervisão prudencial de instituições de crédito, bem como exercer essa supervisão nos termos e com as especificidades previstas na legislação aplicável.

Como se vê do que consta do acervo legal das atribuições e competências do que é, hoje, ao Banco Central – BCE + SEBC + Banco Centrais do Estados-Membros, não está cometida a promoção nem têm o dever de assegurar as expectativas dos investidores no mercado financeiro, só muito indiretamente e no que tange à supervisão das instituições de crédito. Mas nessa função, o Banco Central só indiretamente protege o mercado, naquilo em que cuida da solidez das instituições e da resiliência do sistema, mas não na perspectiva da proteção dos investidores.

ii. Defesa do mercado e defesa dos investidores: os deveres dos bancos centrais e deveres dos intermediários financeiros;

É importante distinguir a defesa do mercado e a defesa dos investidores. Não são áreas completamente estanques, naquilo em que protegendo o mercado se beneficia os investidores e protegendo os investidores se beneficia o mercado. Mas não são a mesma coisa e não devem ser confundidas.



A tutela do mercado é objetiva e visa manter ou aproximar tanto quanto possível o mercado perfeito, com liquidez, dispersão, transparência e concorrência.

A tutela dos investidores é subjetiva e visa a categorização e qualificação dos investidores (art. 317º CVM), a adequação das operações (art. 314º CVM), a informação dos investidores (art. 312º CVM), os conflitos de interesses (art. 309º CVM) e a intermediação (art. 289º CVM).

iii. Dever de informação sobre os riscos do mercado

Informação em geral

Como se vê, não é o Banco Central, é aos intermediários financeiros que cabe informar os investidores, principalmente os investidores não qualificados, dos riscos próprios do mercado e de cada uma das operações e contratos de investimento.

Se certos produtos financeiros são bons, maus ou lixo, é aos intermediários financeiros que cabe informar e esclarecer os investidores, e é a eles que cabe elucidar os investidores sobre as expectativas de mercado, sobre se são fundadas ou infundadas.

O dever de informação dos investidores no mercado financeiro é uma concretização do dever de informação na contratação e na teoria do negócio jurídico. O negócio jurídico e o contrato são manifestações da autonomia privada e, no seu âmbito, são ações jurígenas que criam direito interprivado. O que dá força jurígena aos negócios jurídicos e contratos interprivados é a liberdade e a autodeterminação, a autonomia das pessoas, é inerente à



dignidade humana e à própria qualificação das pessoas como tais.⁵ Esta liberdade só é verdadeira quando é exercida de modo informado.

A exigência da informação no negócio e no contrato surge logo, no Código Civil, nos regimes do erro, do dolo, da usura e da boa fé pré-contratual (artigos 227º, 247º a 254º e 282º e 485º).

O vértice do regime do dever de informação está no artigo 227º do Código Civil, que obriga as partes a agirem de acordo com a boa fé, tanto nos preliminares como na formação do contrato. Como é pacífico na Doutrina, os deveres de boa fé pré-contratual desdobram-se nos deveres de proteção, de esclarecimento e de lealdade.

O artigo 485º do Código Civil prevê a responsabilidade civil por conselhos, recomendações ou informações quando, *inter alia*, «havia o dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e se tenha procedido com negligência ou intenção de

⁵ PICO DELLA MIRANDOLA, no célebre *Discurso sobre a dignidade do Homem*, postula que, no sexto dia da Criação, Deus criou o Homem e, em vez de lhe dar uma natureza específica, conferiu cada Homem (e Mulher) o poder de escolher, por seu livre arbítrio, a sua própria natureza: se decidisse elevar-se às alturas do pensamento seria como um anjo e elevar-se-ia até Deus, se escolhesse rebaixar-se ao nível dos instintos seria uma besta, quer dizer, um animal. A dignidade humana está no poder de escolher a sua natureza e de se autotransformar, na sua liberdade, no seu livre arbítrio. É isto o que distingue a dignidade humana: o livre arbítrio - a liberdade e também o dever de escolher a sua própria natureza e de ser responsável pela escolha que fizer. O Homem é livre de se autodeterminar e é responsável pela autodeterminação que livremente decidir. A dignidade está na liberdade.



prejudicar, ou quando o procedimento do agente constitua facto punível».

No regime das cláusulas contratuais gerais

Num segundo plano de concretização está o regime das cláusulas contratuais gerais.⁶ Neste regime têm relevância particular o artigo 5º da lei das cláusulas contratuais gerais, sobre o dever de comunicação. É frequente a prática de operações financeiras com recurso a cláusulas contratuais gerais não negociáveis. A lei impõe que tais cláusulas sejam comunicadas à parte que se limita a aceitá-las, isto é, ao investidor, que o devem ser «de modo adequado e com a antecedência necessária para que, tendo em conta a importância do contrato e a extensão e complexidade das cláusulas, se torne possível o seu conhecimento completo e efetivo por quem use de uma comum diligência». Este preceito, no seu nº 3, impõe sobre o predisponente o ónus da prova da comunicação nos termos expostos.

O artigo 6º da lei das cláusulas contratuais gerais impõe sobre o predisponente o dever «de informar, de acordo com as circunstâncias, a outra parte dos aspetos nelas (nas cláusulas contratuais gerais) compreendidos cuja aclaração se justifique», devendo ainda «ser prestado todo os esclarecimentos razoáveis solicitados».

⁶Decreto-lei nº 446/96, de 31 de julho, com alterações.



No artigo 8º da mesma lei, consideram-se excluídas dos contratos individualmente celebrados às cláusulas que não tenham sido comunicadas nos termos do artigo 5º» e as que tenham sido comunicadas «com violação do dever de informação, de molde que não seja de esperar o seu conhecimento efetivo». Segundo o artigo 9º, em caso de se ter alguma cláusula por excluída, o contrato reduz-se em conformidade, e mantém a sua eficácia e validade no demais, salvo quando daí resulte «uma indeterminação insuprível de aspetos essenciais ou um desequilíbrio nas prestações atentatório da boa fé».

Ainda no regime das cláusulas contratuais gerais tem interesse a distinção entre relações entre empresários e entidades equiparadas (B2B) e relações com consumidores finais (B2C), que encontra algum paralelo no Código dos valores Mobiliários na qualificação dos investidores como qualificados, não qualificado e contrapartes elegíveis (artigo 317º CVM).

No Código dos Valores Mobiliários

I. A maior concretização do dever de informação está no Código dos Valores Mobiliários. Este código, como é característico da legislação comunitária, que lhe dá o sentido e grande parte do texto, é prolixo no detalhe. Consagra à informação do investidor vários preceitos.

Desde logo, o artigo 7º, nº 1, estatui que

«A informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a



emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita».

Este artigo enuncia o princípio fundamental da totalidade da informação – clara, verdadeira, atual, objetiva e lícita. Este regime é depois concretizado em preceitos específicos que, não obstante, não podem reduzir nem diminuir este nível de informação.

A informação necessita de outros apoios específicos para ser eficiente. Têm muita importância, nesta matéria, os deveres de informação do intermediário financeiro. Neste tema a lei caprichou no detalhe. E assim, o CVM consagra alguns deveres acessórios ao dever de informação que desempenham a função de assegurar em concreto. Este detalhe na concretização não deve ser entendido nem concretizado no sentido de ser lícito omitir ou degradar a informação em tudo o que não está especificamente imposto. Tal constituiria um modo perverso e, então sim, ilícito de concretizar. Na falta de previsão específica no regime detalhado da informação, vale o regime geral do artigo 7º. A omissão de um qualquer detalhe não pode ser interpretada “*a contrario*” no sentido da dispensa do dever de informação, mas antes no sentido jurídico geral que informa todo o regime da DMIF, que é o da proteção do investidor e do mercado.

Na tutela dos investidores, o CVM estabeleceu e regulou com alguma minúcia, os deveres de categorização, de classificação, de adequação, de lealdade e o regime da intermediação.

II. O dever de categorização, previsto nos artigos 317º e seguintes impõe ao intermediário financeiro que estabeleça, por escrito, uma política interna «que lhe permita, a todo o tempo, conhecer a natureza do seu cliente, como investidor não



qualificado, qualificado ou contraparte elegível e adotar os procedimentos necessários à concretização da mesma». É uma manifestação do princípio “*know your client*” vigente do mercado bancário e financeiro. É da Natureza das Coisas que o banqueiro e o intermediário financeiro conheçam o seu cliente, não o podem desconhecer, têm de saber de qual a sua atividade ou negócio, de qual o seu património, de qual a sua capacidade, aptidão e situação económica, da sua solvência, para poderem aferir da concreta adequação das operações que lhe propõem. Não podem alegar desconhecimento, se na verdade não sabiam deviam saber.

IV. O dever de adequação, consagrado nos artigos 314º e seguintes, obriga o intermediário financeiro a obter do cliente a informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo de instrumento financeiro ou ao serviço considerado, que lhe permita avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos». O regime do dever de adequação contido no Código dos Valores Mobiliários deve ser integrado pelo texto e pelo sentido do artigo 25, nº 2 da DMIF.⁷

Isto torna-se necessário porque o texto do artigo 314º, nº 1, do CVM tem uma redação mais restrita que a do correspondente artigo 25º, nº 2 da DMIF.

O primeiro tem a seguinte redação:

«O intermediário financeiro deve solicitar ao cliente informação relativa aos seus conhecimentos e experiência

⁷ DMIF é acrónimo usualmente utilizado para designar da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE.



em matéria de investimento no que respeita ao tipo de instrumento financeiros ou ao serviço considerado, que lhe permita avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos.»

Por sua vez o nº 2 do artigo 25º da DMIF tem o seguinte teor:

«Ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento deve obter as informações necessárias relativas aos conhecimentos e experiência do cliente ou cliente potencial em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço em questão, bem como as relativas à sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e aos seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco, de modo a permitir à empresa de investimento recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados e, em particular, mais consentâneos com o seu nível de tolerância ao risco e a sua capacidade para suportar perdas.»

A transposição do artigo 25, nº 2 da DMIF para o artigo 314º, nº 1, do CVM foi deficiente e omitiu toda a segunda parte do preceito, correspondente ao seguinte excerto:

«bem como as relativas à sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e aos seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco, de modo a permitir à empresa de investimento recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados e, em



particular, mais consentâneos com o seu nível de tolerância ao risco e a sua capacidade para suportar perdas».

Esta deficiência na transposição não deve impedir a vigência do regime da DMIF, de acordo com o qual o artigo 314º, nº 1 do CVM deve ser interpretado concretizado, em respeito do princípio da interpretação conforme.⁸ Assim, o intermediário financeiro não deve limitar-se a verificar os conhecimentos e experiência do cliente na matéria da operação que está a ser contratada, mas também a sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar as perdas possíveis, os seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco, de modo a permitir-lhe recomendar as operações que lhe são mais adequadas e, em particular, as mais consentâneas com o seu nível de tolerância ao risco à sua capacidade para suportar perdas. Não se deve, pois, limitar a verificar a adequação do produto financeiro em questão às características subjetivas de conhecimentos, experiência e literacia financeira do cliente – *adequação subjetiva* – mas também a adequação do produto financeiro àquele concreto cliente, à sua empresa, se for o caso, e ao seu projeto de investimento – *adequação objetiva*.

IV. Especialmente em tema de intermediação financeira, o Código dos Valores Mobiliários contém vários preceitos e regimes específicos. Nos artigos 312º a 312º- G, entre os quais, tem particular relevância o artigo 312º, nº 1, o artigo 312º nº 1, alínea

⁸ O princípio da interpretação conforme decorre do dever de os Estados-Membros atingirem o resultado prosseguido pela diretiva, nos termos do art. 288º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e no princípio da cooperação leal de acordo com o art. 4º, nº 3 do Tratado da União Europeia.



c), artigo 312º-C, alínea f), artigo 312º-D, alíneas d) e f), artigo 312º-E, nºs 1 e 2, e artigo 312º-G. Trata-se de detalhes da informação que deve ser prestada ao cliente em relação a diversos produtos que não acrescenta muito à fórmula geral contida nos artigos 7º nº 1 e 312º, prómio, e que, sobretudo, não pode ter o efeito de restringir ou limitar a informação a prestar.

V. O dever de lealdade está funcionalmente ligado ao tema dos conflitos de interesses. O dever de lealdade obriga o intermediário financeiro a colocar-se na posição do seu cliente e, nessa posição, aferir o que são as suas vulnerabilidades e os interesses, as expectativas que tem em relação aos concretos produtos e operações ou serviços em questão, ganhos e perdas possíveis e obriga-o a pôr os interesses do cliente à frente dos seus próprios. Isto impede e proíbe que ganhe dinheiro à custa do cliente. Pode lucrar com o cliente, mas nunca à sua custa ou em seu detrimento.

O CVM permite que os intermediários financeiros façam negócios com os seus clientes intervindo na dupla qualidade de intermediários financeiros e de contrapartes, isto é, simultaneamente por conta própria e por conta alheia.

Um mínimo de prudência aconselharia a que tal não fosse feito nem permitido.

Sempre que, na negociação e na contratação de instrumentos financeiros, serviços financeiros ou gestão de carteiras, a contraparte fosse um intermediário financeiro, o cliente deveria ser auxiliado⁹ dum diferente intermediário que não fosse sua

⁹ Os intermediários financeiros, enquanto tais, não enquanto contraparte, são tecnicamente “auxiliares do comércio”.



contraparte. Assim como um advogado não deve fazer negócios com um seu cliente, também um intermediário financeiro se deve abster de o fazer. As operações financeiras entre o cliente e um intermediário financeiro deviam ser feitas com a intervenção de um outro intermediário financeiro. De outro modo há sempre, pelo menos, potencialmente, conflito de interesses. Antigamente era assim que se fazia, era um uso ou costume do mercado que integrava a Natureza das Coisas.

Mas a DMIF e o CVM permitem-no, o que constitui uma péssima opção legislativa.

Para evitar os conflitos de interesses introduziu uma pluralidade de preceitos, nos artigos 309º a 309º-G do CVM, com caráter acentuadamente formal e minucioso, quase sacramental, como é típico da legislação Europeia.

Não obstante, a regra geral do artigo 309º contém a orientação geral do sistema que, se bem interpretada e concretizada, de acordo com a *ratio juris* imanente de proteção dos investidores e do mercado, deveria ser suficiente para evitar muitos dos danos que têm sido sofridos pelos investidores, principalmente os não qualificados, e causado o seu afastamento do mercado que, assim, é também prejudicado.

O conflito de interesses entre o intermediário financeiro e o seu cliente (investidor) não se limita à situação em que o intermediário financeiro atua em negócio consigo mesmo, isto é, na dupla posição de representante do investido e sua contraparte, ou em que



intervenha como auxiliar de dois clientes com interesses conflitantes ou concorrentes.

Pode retirar-se da lista contida no nº 1 do artigo 309º-B do CVM que constituem conflitos de interesse as situações em que o intermediário financeiro:

- Seja susceptível de obter um ganho financeiro ou evitar uma perda financeira, em detrimento do cliente;
- Tenha interesse nos resultados decorrentes de um serviço prestado ao cliente ou de uma operação realizada por conta do cliente, que seja conflitante com o interesse do cliente nesses resultados;
- Receba um benefício financeiro ou de outra natureza para privilegiar os interesses de outro cliente face aos interesses do cliente em causa;
- Desenvolva as mesmas actividades que o cliente;
- Receba ou venha a receber, de uma pessoa que não o cliente, um benefício relativo a um serviço prestado ao cliente, sob forma de dinheiro, bens ou serviços, que não a comissão ou os honorários normais desse serviço.

Esta lista não é exaustiva.

iv. Plano de distribuição do risco

Para terminar, cabe regressar à diferença entre responsabilidade pelo risco e responsabilidade civil propriamente dita.



Ao Banco Central, quer dizer, ao BCE + SEBD cabe a responsabilidade pelo risco.

Trata-se do sistema de correção e imputação do dano ilícito em caso de riscos incontrolláveis. O sistema bancário e financeiro, tem riscos inerentes, o que significa que as coisas podem correr mal. Podem correr mal por riscos incontrolláveis, emergentes de crises políticas, sociais ou financeiras. Quando assim suceda importa corrigir. A regra tradicional – *the risk lies where it falls* – não é lícita na sua pureza, é justo que os danos sejam suportados de modo controlado.

Neste sistema, existem fundamentalmente três mecanismos:

- Sistema de garantia de depósitos, que protege os depositantes até um certo valor, mas não mais;
- Sistema de resolução bancária, que, em molde para-falimentar mutualiza os danos entre os contribuintes para o fundo de resolução bancário, isto é, os bancos do mercado;
- Sistema de socialização dos riscos, que faz recair sobre os contribuintes do país o custeio das crises bancárias, com ou sem nacionalização.

O sistema de garantia de depósitos está estruturado como um fundo de garantia, alimentado por contribuições dos bancos autorizados a exercer a atividade naquela praça e que, em caso de insolvência do banco, paga os depósitos bancários até um certo valor, mas não mais. Esta garantia não se estende além dos depósitos e não cobre outros produtos como, por exemplo, contas ou mandatos de gestão de produtos financeiros.



Visa dar aos clientes a confiança suficiente para que não se sintam em risco até aqueles valores. Um cliente que queria depositar valores superiores tem como soluções abris mais contas noutros bancos, cada uma até ao valor coberto.

Este é um mecanismo de mutualização parcial do risco entre os bancos daquela praça, até àquele valor. O sistema de resolução bancária está estruturado como um fundo¹⁰, financiado também pelos bancos da mesma praça, que tem por função principal apoiar o financiamento da aplicação de medidas de resolução que sejam determinadas pelo Banco de Portugal, tendo em vista:

- Assegurar a continuidade da prestação dos serviços financeiros essenciais;
- Acautelar o risco sistémico, isto é, a possibilidade de que a situação da instituição que se encontra em dificuldades tenha implicações nefastas no conjunto do sistema financeiro nacional ou se repercute na atividade económica;
- Salvaguardar os interesses dos contribuintes e proteger o erário público;
- Salvaguardar a confiança dos depositantes.

A resolução bancária tem natureza para-falimentar e aplica-se quando já não existem condições para que determinada instituição continue a exercer a sua atividade de forma autónoma e contemplan, essencialmente, dois tipos de medidas concretas:

- A alienação, parcial ou total, do património da instituição que se encontre em dificuldades financeiras para uma ou

¹⁰ Cfr. <http://www.fundoderesolucao.pt/>



mais instituições autorizadas a desenvolver as atividades em causa;

- A constituição de um banco de transição e a transferência, parcial ou total, do património da instituição que se encontre em dificuldades financeiras para esse banco.

O fundo de resolução funciona também numa base de mutualização do risco de (in)solvência no sistema bancário.

5. 5. A responsabilidade pela criação de expectativas infundadas aos investidores

A pergunta sobre a responsabilidade do banco central pela criação de expectativas infundadas aos investidores só pode ter uma resposta negativa. Não é ao Banco Central português, nem ao Sistema Europeu de Banco Centrais nem ao Banco Central Europeu que constitui a cúpula do sistema que podem ser assacadas responsabilidades pela frustração das expectativas dos investidores que se frustraram nos anos mais recentes no mercado bancário e financeiro, principalmente na sequência da crise financeira.

As expectativas criadas resultaram de deficiente informação ao mercado, quer dizer, aos investidores, a cada um deles.

Nos casos de emissões sujeitas a prospeto público, consta do artigo 149º, por remissão do artigo 166º do CVM, a lista dos responsáveis por desconformidades do prospeto. Mas os prospetos não costumam incorretos nem desconformes, mesmo nos casos que mais graves danos causaram. Os prospetos são elaborados por ou com a assistência de empresas especialistas que cuidam da sua reputação e da sua responsabilidade. O problema dos prospetos



não é, geralmente, a falta ou deficiência da informação que contém, mas antes o seu excesso e complexidade que, com o objetivo de precisão e exaustividade, os tornam incompreensíveis para os investidores, pelo menos para os não qualificados. Não havendo incorreção, deficiência, falseamento ou deficiência no prospeto, nem por isso ele deixa de poder ser incompreensível ou mesmo de suscitar uma confiança indevida. Será então frustrada e frustrante a exigência do prospeto e o rigor que envolve o seu regime jurídico?

A resposta é negativa. O regime do prospeto e da responsabilidade pelo mesmo tem vigência no âmbito global do CVM e demais legislação e regulamentação aplicáveis. No seu âmbito, avulta em importância o regime da informação a prestar pelos intermediários financeiros aos investidores. Este regime, já exposto atrás, tem como *ratio juris* assegurar a informação dos investidores. Os intermediários financeiros têm a obrigação de ter a preparação, a capacidade e os conhecimentos necessários e suficientes para compreenderem, eles sim, o conteúdo dos prospectos, não têm desculpa para não entenderem perfeitamente o que lá consta. E são eles que têm o dever de informar os seus clientes e de tornar essa informação acessível aos investidores.

Nos casos em que as operações não são precedidas de prospeto, também cabe aos intermediários financeiros a prestação da informação necessária para que os investidores atuem no mercado bem esclarecidos (art. 7º CVM).

A responsabilidade pelo prospeto e a responsabilidade do intermediário financeiro integram-se no âmbito mais geral da responsabilidade civil por conselhos, recomendações ou informações, prevista no artigo 485º do Código Civil. De acordo com



este preceito há responsabilidade nos casos em que haja o dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e se tenha agido com negligência ou intenção de prejudicar, ou quando o procedimento do agente constitua, em si, um facto punível.

Nem todas as operações financeiras são precedidas de prospeção. As operações do dia a dia não o são e constituem, senão a maior, pelo menos a mais comum componente do mercado.

Confrontado este regime com o dos deveres de informação dos intermediários financeiros aos investidores torna-se muito claro que a responsabilidade, tanto pela formação, como pela frustração das expectativas dos investidores, é dos intermediários financeiros que, em cada caso não tenham informado devidamente os seus clientes dos riscos de cada operação em que tenham intervindo nessa qualidade. Os intermediários financeiros têm o dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e estão, por isso, sujeitos a responsabilidade, nos termos, em primeiro lugar, do art. 485º do Código Civil, se tiverem agido com negligência (mera culpa) ou com intenção de prejudicar (dolo) os investidores que o contratarem, e que sofram danos em consequência (nexo de causalidade) de deficiência de informação sobre os riscos das operações financeiras contratadas.

Porém, não se pode partir do princípio de que os intermediários financeiros nunca prestaram aos seus clientes a informação devida. Sempre que o tenham feito, e assim terá sucedido na maioria dos casos, a responsabilidade será, então, dos próprios investidores e da ganância (*greed*) com que terão desconsiderado os riscos próprios do mercado de das operações contratadas, não obstante estarem cientes deles.



O Banco Central não tem, como se viu, «dever jurídico de dar conselho recomendação ou informação». Diversamente, os intermediários financeiros têm o dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informações pelo que estão diretamente sujeitos à responsabilidade civil a este título.

O mercado financeiro é inerentemente arriscado e, a regra geral é a de que cada um assume o risco em que incorre *“the risk lies where it falls”*. Os investidores sabem que o mercado financeiro tem risco próprios, não têm se ser especialmente informados para o compreenderem. A informação adicional que careçam deve ser-lhes prestada pelos intermediários financeiros.

Não é, pois, dos bancos centrais, mas antes dos intermediários financeiros, a responsabilidade pela criação e pela frustração de expectativas infundadas aos e dos investidores.

Pedro Pais de Vasconcelos