



A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros

Manuel A. Carneiro da Frada* **

Propomo-nos fazer três considerações que possam ajudar a esclarecer melhor a responsabilidade dos intermediários financeiros perante os seus clientes por violação de deveres de informação ou de adequação dos instrumentos financeiros.

O tema é evidentemente central já que, como é próprio dos de responsabilidade civil, nele confluem várias questões de direito substantivo. Também aqui, os termos em que os intermediários financeiros são chamados a indemnizar os danos surgidos dependem da averiguação dos respectivos pressupostos e, designadamente, do teor, alcance e âmbito dos deveres que sobre eles impendem. A actualidade da problemática redobra considerando os elementos trazidos pela DMIF II.

1º O primeiro aspecto a salientar é que os deveres dos intermediários financeiros perante os seus clientes têm sido quase exclusivamente focados entre nós – como se de uma evidência se tratasse - da perspectiva do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

* Doutor em Direito. Professor da Faculdade de Direito da Universidade do Porto.

** Texto em homenagem ao Professor Doutor Germano Marques da Silva.



A verdade, porém, é que tal só poderia pretender-se ser correcto dentro da hipótese de esse diploma absorver totalmente a regulação da matéria em causa, afastando completamente o direito comum. Essa asserção é, no entanto, insustentável. Por esta razão os deveres dos intermediários financeiros continuam a poder, ou dever, fundar-se no direito comum.

A realidade é que não se encontra ainda suficientemente tematizada entre nós a articulação entre o CVM e o direito privado comum. O ponto é, todavia, crucial.

Se se entender, por exemplo, que o CVM é essencialmente direito regulatório – direito ordenador do mercado de capitais, parte integrante do direito (público?) da economia -, então dir-se-á que, perante ele, existe uma autonomia total do direito civil: os seus preceitos não alargam nem restringem por si, sem mais, as soluções civis, que se podem desenvolver com total independência dele. A pretensão de que um direito regulatório transformaria *ipso facto* o direito civil, vinculando-o aos seus termos e limites, é completamente inconsistente.

Não pode, porém, negar-se que o CVM, qualquer que seja o seu preciso sentido ou alcance das suas disposições, determina também os termos das relações entre o intermediário financeiro e o seu cliente.

Assim, é o próprio art. 304-A do CVM a estabelecer, no seu nº. 1, que “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 lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública.”



Mas claro está que não pode pedir-se a este preceito mais do que ele pode dar. Por exemplo, não resolve, nem pode resolver, a questão de saber quais os termos, ou o concreto fundamento, da aludida responsabilidade, nem qual a natureza, comum ou de direito regulatório, do dever concretamente infringido.

Nem ele esclarece se, afinal, a magna questão de saber qual dos interesses a que os intermediários financeiros devem ater-se por força do art. 304, nº. 1 – o dos seus clientes ou o do mercado – prevalece e dá a melhor chave interpretativa da regulação do Código na matéria. Sendo igualmente evidente que o conteúdo e a amplitude dos deveres que sobre eles impendem não é idêntico e varia consoante o beneficiário.

Margarida Azevedo Almeida, por exemplo, considera que o bem principalmente protegido por muitas das disposições do CVM é o mercado, tendendo a protecção dos clientes a constituir um mero instrumento de tal protecção¹; o que parece favorecer a tese de que este Código é então, efectivamente, direito regulatório, sendo a tutela dos clientes uma protecção derivada da tutela de um bem primariamente protegido (nesse sentido, reflexa).

Não admirará, neste sentido, a recente opinião de Ferreira de Almeida, nos termos da qual as disposições do CVM que impõem deveres aos intermediários financeiros constituem, em grande medida, disposições de protecção para efeito da aplicação do

¹ Cfr. da autora, *A responsabilidade civil por prospecto no direito dos valores mobiliários: o bem jurídico protegido*, dissertação de doutoramento polic., Coimbra, 2014, 132 ss, 237 ss, 503 ss, e passim.



disposto no art. 483. nº. 1 do Código Civil (CC)².

Sem dúvida.

O CVM funda seguramente uma protecção extracontratual – de natureza delitual - dos clientes em virtude do carácter de disposições de protecção de diversas das suas normas que prevêem deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros.

Apenas ocorre que, nem se segue daí que todas as regras do CVM sobre deveres de informação sejam disposições de protecção para efeito do art. 483, nº. 1, nem que a regulação do CVM expulse o direito comum dos contratos como fundamento dos deveres dos intermediários financeiros (incluindo aqui figuras dogmáticas conexas e, nessa medida, pertencentes a esse universo como a *culpa in contrahendo*, a *culpa post pactum finitum* ou a relação corrente de negócios).

E se, quanto ao primeiro aspecto, basta lembrar que sempre que uma norma do CVM aponte como consequência imediata da violação dos respectivos deveres a responsabilidade civil, ela é auto-suficiente para determinar a obrigação de indemnizar – esfumando-se o interesse na dogmática das disposições de protecção para efeito da aplicação do art. 483, nº. 1 do CC, pois o intérprete-aplicador se encontra diante de uma norma especial de responsabilidade completa e autónoma³ -, quanto ao segundo

² Cfr. o oportuníssimo estudo do autor, *Normas de imputação e normas de protecção no regime da responsabilidade civil extracontratual pela informação nos mercados de valores mobiliários*, DSR 8/16 Outubro 2016, 15 ss.

³ Ao contrário das disposições de protecção, que são tipicamente, do ponto de vista da responsabilidade que fundam, não autónomas, uma vez que são incompletas no seu teor, recebendo do art. 483, nº. 1, a estatuição. Sobre a



temos de reconhecer que, em contrapartida, há normas que, sem prejuízo da sua inserção no CVM, correspondem, no fundo, a exigências do direito comum dos contratos e espelham os respectivos princípios.

Com o que a construção do sistema no âmbito da responsabilidade dos intermediários financeiros se apresenta extremamente complexa.

Para nós, importa sobretudo pôr em guarda contra apriorismos simplificadores que partem com excessiva auto-suficiência do CVM para resolver os problemas da responsabilidade dos intermediários financeiros e não reconhecem, como é mister, a necessidade e imprescindível valia, para o efeito, do direito comum dos contratos.

2º Um segundo ponto a considerar é o de que os deveres dos intermediários financeiros se podem conceber, fundamentalmente, ou de acordo com um modelo informativo, ou de harmonia com um modelo correctivo de tutela do sujeito beneficiário de tais deveres⁴; havendo no entanto uma fronteira flexível entre ambos esses modelos a reflectir uma linha central de tensão entre eles, e a evidenciar também que os pressupostos de

categoria das regras não autónomas, cfr. BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra, 1983, 96.

Cfr. também o nosso *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra, 2003, 257, n. 234.

⁴ Referência aos dois modelos em Catarina Monteiro Pires, *Entre um modelo correctivo e um modelo informacional no direito bancário e financeiro*, Cadernos de Direito Privado 44 (Out./Dez. 2013), 3 ss, em particular, 18-22.



que dependem tais deveres se organizam num sistema móvel.

Segundo o modelo informativo, a ordem jurídica deve limitar-se a proporcionar aos contraentes a informação de que eles razoavelmente carecem para tomarem as suas decisões de forma esclarecida. Não deve interferir nas escolhas do sujeito, posto que este conheça o seu alcance ou implicações.

Já para o modelo correctivo (de controlo do mérito), a ordem jurídica deveria dispensar uma protecção ao sujeito contra escolhas inadequadas, ainda que esclarecidamente feitas; logo porque pode legitimamente duvidar-se de que, em particular nos produtos financeiros complexos, a contraparte do intermediário financeiro consiga estar, o mais das vezes, totalmente na posse das condições de avaliação do respectivo risco e das suas necessidades), e urgindo sempre protegê-lo contra a sua própria insensatez, leviandade, falta de senso, inexperiência e irrazoabilidade. A ordem jurídica deveria, pois, intervir e sindicar sempre o conteúdo dos contratos se desconforme com a justiça.

Não obstante, uma ordem jurídica que – como o direito português – respeita e preserva a autonomia da pessoa não pode, evidentemente, partir de um modelo correctivo e universalizá-lo.

Mas uma ordem jurídica que se queira vinculada à justiça também não pode rejeitar absolutamente esse modelo. Autonomia e justiça inspiram assim cada um dos modelos. Sendo, contudo, a pessoa um ser ético - e correspondendo, portanto, à autonomia um sentido ético-jurídico -, claro está que a autonomia se ordena sempre à justiça, tal qual a justiça respeita e implica a autonomia. Estes dois valores estão pois chamados a combinar-se, harmonizando-se numa síntese superadora de clivagens e tensões



que, ora sacrificariam a justiça, ora a autonomia.

A resolução da tensão que entre eles existe significa que a linha de fronteira entre o modelo informativo e o correctivo (de controlo do mérito) tem uma geometria variável. Depende, por exemplo, do peso que se queira dar, no primeiro, à justiça: quanto mais relevo se der a esta última, mais exigentes se tornarão os deveres informativos destinados a prevenir a injustiça. De acordo com o exposto, o sistema de elementos ou pressupostos dos deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros nas suas relações com os seus clientes é móvel.

Assim, a informação devida pelos intermediários aos seus clientes pode chegar a implicar o dever de mostrar a estes – mesmo quando negociam por conta própria - os factores de cálculo das vantagens e desvantagens de um certo produto financeiro a subscrever por estes; ou de indicar o cenário pior relacionado com essa mesma subscrição; ou de apresentar a esse mesmo cliente as alternativas que existam para as suas necessidades (tal como previamente apuradas pelo intermediário financeiro, ou tendo ele mesmo o dever de as perscrutar e avaliar); ou de indicar, mesmo, o valor (de mercado, quando exista), sobretudo se negativo, do aludido produto ao tempo da celebração do contrato.

Não se trata, nem deve tratar-se, de impor aos intermediários financeiros uma transparência ou uma transferência integral das informações que possuem para o cliente (sobretudo quando são contraparte dele), mas há aspectos sobre os quais este deve, de harmonia com a boa fé, ser elucidado.

Já a falta de adequação de um certo produto às necessidades de um cliente, se bem que susceptível de apreciação



objectiva à luz de um modelo correctivo, sindicante da justiça dos contratos, pode ser interpretada como expressão ou sinal da violação de um dever de informação, a saber a falta de elucidação sobre a desadequação de certo instrumento financeiro: entendendo-se então tal dever de adequação como dever de índole informativa destinado a proporcionar a aptidão do contrato a celebrar para a satisfação das necessidades do sujeito.

Certo é que estes modelos, assim genericamente enunciados, reflectem também, no peso que assumem, o modo de configurar a relação entre o intermediário e o cliente. As teses contratalistas (seja até de um contrato-quadro entre o intermediário e o cliente) e/ou pré-contratuais ou quase-contratuais, ou análogas - como a tese da relação de confiança -, tendem a favorecer a intensidade dos deveres a cargo dos intermediários financeiros (por comparação com explicações “aquilianas” implicadas pela dogmática das disposições de protecção); podendo mesmo proporcionar um quadro justificativo de intervenções sectoriais correctivas do conteúdo dos contratos em ordens jurídicas, como a portuguesa, essencialmente vinculado a um modelo informativo de protecção na contratação.

De todo o modo não parece viável, atendendo desde logo à plasticidade das situações envolvidas, estabelecer qualquer distinção radical entre aquelas hipóteses em que o intermediário assume o papel de gestor, mandatário ou conselheiro do cliente no que toca a contratos que ele pretende celebrar com terceiros (dando ao intermediário as respectivas ordens), e as hipóteses em que esse mesmo intermediário actua por conta própria, sendo, ou querendo ser a contraparte do cliente. Com efeito, é sobretudo quando o intermediário assume esta última veste que se torna mais



importante proteger o cliente contra as consequências desfavoráveis de um certo contrato, e que mais tentador se torna para o intermediário financeiro ganhar iniquamente à custa do seu cliente.

Nem há base, seja no direito comum, seja no CVM, para sustentar que os deveres de informação ou de adequação a cargo do intermediário financeiro cessam, ou não existem, assim que ele aja na qualidade de contraparte no contrato com o cliente, dividindo de forma tão artificial, rígida e restrita, para efeitos de valoração jurídica, essas modulações da actividade dos intermediários financeiros. Na realidade, o legislador previu-os e consagrou-os como deveres gerais da actividade de intermediação.

De todo o modo, só o direito dos contratos – na acepção ampla que referimos – pode proporcionar, na sua adaptabilidade às circunstâncias específicas da relação bilateral entre intermediário financeiro e cliente, uma tutela situacional, concreta e individual do cliente face àquele. A protecção delitual apresenta-se, por contraste, generalizadora, abstractizante e igualitária: essa uma consequência da interpretação das disposições do CVM como disposições delituais de protecção (nos termos do art. 483, nº. 1 do CC)⁵.

Creemos portanto que as características da ductilidade e flexibilidade situacional dos deveres a cargo do intermediário financeiro para com o seu cliente aconselham claramente a preferência por uma construção contratual e/ou pré- ou quase-

⁵ Está evidentemente envolvida uma concepção das várias ordens de responsabilidade: cfr. o nosso *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, cit., 270 ss, 287 ss, e *passim*.



contratual de tais deveres, sem prejuízo de um cerne sempre delitualmente relevante⁶.

São estas as principais coordenadas para a interpretação de preceitos do CVM como os arts. 304 (princípios do exercício da actividade), 309 (conflito de interesses), 312 (informação a investidores) ou 314 (dever de adequação).

Não se põe de modo algum em causa os importantes desenvolvimentos que os deveres de informação e de adequação dos intermediários financeiros têm experimentado pela mão dos cultores do direito dos valores mobiliários⁷. Só, no entanto, uma integração sistemática mais profunda nos quadros do direito comum permite compreendê-los com a profundidade que merecem.

3º Chegamos deste modo ao último ponto que queremos focar, e que é o mais crítico, porque envolve uma alternativa no entendimento de fundo do sistema português, apresentando-se assim como *punctum crucis* da sua compreensão.

Pode haver, ou não, em casos-limite ao menos, uma responsabilidade do intermediário financeiro por um contrato inadequado? Pode o intermediário financeiro encontrar-se numa situação em que deva abster-se de celebrar um certo contrato por

⁶ Cfr., mais uma vez, a nossa concepção em *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, cit., 558-559.

⁷ Cfr., por todos, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª edição, Coimbra, 2016, 357 ss; pode ver-se tb. António B. Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, 2016, 303-304.



ele ser inadequado ao seu cliente? Ser-lhe-á, pois, proibido alguma vez que o faça?

A lei não responde explicitamente: não afirma, mas também não exclui. Só que, quando se invoca hoje a conveniência de o direito regulatório assumir o controlo dos produtos financeiros lançados no mercado, está-se ao mesmo tempo a lançar-se o repto ao direito comum no sentido de impor aos intermediários financeiros o dever de não comercializar produtos indesejáveis.

O grupo de casos que pertencem aqui é diversificado e heterogéneo. Mas pode exemplificar-se, de forma paradigmática, com os contratos de *swap* “bola-de-neve” (*snowball*) celebrados entre um Banco com actividade em Portugal e um conjunto de Empresas de Transporte portuguesas, que vieram implicar para estas perdas catastróficas materializadas na exigência, por esse Banco, do seu pontual cumprimento (falamos de perdas determinadas em função das condições actuais de mercado (*mark-to-market*) superiores, à data, a 1,6 mil milhões de Euros, correspondentes a taxas diferenciais muito elevadas reclamadas pelo Banco, que têm atingido mais de 99%/ano [e que se projecta poderem vir a atingir, num dos casos, 186% no termo de vigência desse contrato](!))⁸.

É legítimo vender-se a corda ao suicida, mesmo argumentando-se que se o informou do perigo que corria?

Nenhuma ordem jurídica o pode certamente permitir, pelo menos enquanto não estiver disposta a sacrificar o seu

⁸ Aludimos ao caso *Santander vs. Carris*, Metropolitano de Lisboa, Metro do Porto e STCP, que correu em Londres, com amplo eco na opinião pública.



compromisso com o supremo valor da Justiça.

E, de facto, pensamos que é a boa fé contratual ou pré-contratual do direito comum que logo pode fundar o dever de não celebrar um contrato iníquo ou excessivamente perigoso para a contraparte, se não há interesse desta que justifique tanta exposição ao risco, e quando também não há interesse suficiente do lado do intermediário financeiro que justifique tamanha oneração.

Aliás, a forma generosa como a lei traça entre nós os pressupostos do negócio usurário conforta este entendimento: pois, num sistema móvel, o requisito da “exploração” – referido, com grande amplitude, à situação de necessidade, inexperiência, ligeireza, dependência, estado mental ou fraqueza de carácter de alguém - facilmente se aceitará estar satisfeito quando o intermediário financeiro induz por alguma forma que seja, ou mesmo apenas se dispõe, a celebrar um contrato totalmente irrazoável com a outra parte (indiciando a enorme desproporção logo – *res ipsa loquitur* - uma ligeireza, inexperiência ou “fraqueza” da contraparte na forma como lidou com a situação!). Cabendo ao intermediário financeiro o ónus da prova de que a exploração não ocorreu e o contrato se encontra justificado por uma causa legítima. É, de resto, o que decorre do nº. 2 do art. 304-A do CVM, que, com grande amplitude, faz presumir a culpa quando o dano ocorre no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais; pois, como ainda diremos, um contrato lesivo pode ser considerado um dano no sistema jurídico português⁹.

⁹ Estipulando-se a ilação da violação de um dever pré-contratual ou contratual por parte do intermediário financeiro.



De todo o modo, há espécies em que o elemento subjectivo da usura – a “exploração” da vítima pelo usurário – nem sequer é, *de lege lata* mesmo, necessário.

Assim, na usura de juros, e outras taxas diferenciais (cfr. o art. 282, nº. 2 e o art. 1146 do CC) conta apenas a desproporção objectiva. (No caso dos *swaps* acima referido, é patente a ultrapassagem dos limites que a lei comum impõe aos juros.) Sendo que a lei actua energeticamente, cominando com a nulidade – e não apenas com a anulabilidade - tais negócios. Tal qual no pacto leonino, que também é severamente proscrito, ou na tradição antiga da “lesão enorme”, que pode reprimatizar-se e alargar-se para lá do âmbito dos juros usurários e de hipóteses análogas.

Outros enquadramentos são possíveis. Como alternativa ao reconhecimento da lesão, enquanto figura geral capaz de colmatar as limitações da regulação actual da usura, valerá também a consideração de que um contrato iniquamente desproporcionado é contrário aos bons costumes e, enquanto tal, proscrito e ineficaz ao abrigo do art. 280, nº. 2 do CC.

Evidentemente: em casos como o dos *swaps* acima referido há que contar com o argumento hipotético de que o conteúdo dos contratos em causa nada tinha de particularmente desproporcionado, resultando essa desproporção tão-só de factores supervenientes (por exemplo, em virtude de condicionamentos posteriores do mercado de capitais por intervenções das autoridades monetárias).

Tivesse ou não, facto é que o dever de não celebrar um contrato usurário, lesivo ou contrário aos bons costumes pressupõe um contrato com essas características ao tempo da sua celebração.



É essa a situação que pode dar lugar à responsabilidade do intermediário financeiro pela celebração de tal contrato: uma responsabilidade pelo dano consistente precisamente na celebração e vigência de um contrato lesivo (alude-se à lesão), usurário ou ofensivo dos bons costumes; um dano que o lesado pode pretender ver reparado *in natura*, mediante a revogação do contrato a título indemnizatório (cfr. o art. 566, nº. 1 do CC).

Contudo: ainda que à data da celebração do contrato o conteúdo deste pudesse justificar-se, a enorme desproporção que possa ter-se instalado entre benefícios e sacrifícios para as partes – sacrifícios catastróficos para uma delas e benefícios astronómicos para a outra -, considerando os interesses que lhe subjaziam no momento inicial, pode evidentemente determinar ser contrário à boa-fé contratual e/ou um evidente abuso do direito (à luz dos arts. 227, 762, nº. 2, e 334 do CC) que o intermediário venha exigir então da contraparte, de forma predatória, o cumprimento integral do contrato. (Independentemente, aliás, de saber se tais contratos eram modificáveis ou resolúveis por alteração das circunstâncias ao abrigo do art. 437, nº. 1, e pressuposto ainda que tais contratos não são inválidos por ausência de causa, ou de causa legítima.)

São preceitos que o CVM não arreda. E que, na força da sua natural persuasividade, fazem com que, felizmente, tenhamos de recordar tão pouco o agiota shakespereano do Mercador de Veneza, que exigiu do devedor “uma libra (*pound*) de carne [própria] fresca, a ser cortada e tirada de qualquer parte do seu corpo”, que ele lhe havia prometido para garantir a obrigação que assumira.

Nenhuma ordem jurídica pode condenar um sujeito a subordinações iníquas – incluindo a desproporções



catastroficamente rapaces em virtude de determinadas superveniências -, sob pena de faltar o fundamento da juridicidade do contrato. A redutibilidade da cláusula penal manifestamente excessiva (cfr. o art. 812 do CC) mostra-o, *inter alia*, também. Se uma vinculação é gravemente injusta, quebra-se o fundamento objectivo da validade do contrato¹⁰.

Há, de facto, um mínimo de justiça e/ou de decoro de comportamento que é irrenunciável para qualquer ordem jurídica. Está aí um cerne de ordem pública (contratual), sem a qual o sistema jurídico português igualmente se não pode compreender.

Este um limite – certamente extremo - que de todos, sem excepcionar os intermediários financeiros, se exige e a que todos têm também de se ater. Só desse modo a sua importante função se credibiliza igualmente aos olhos de todos.

Manuel A. Carneiro da Frada

¹⁰ Em termos próximos, com grande clareza, Oliveira Ascensão, *Direito Civil/Teoria Geral, III (Relações e Situações Jurídicas)*, Coimbra, 2002, 256 ss, e 262.



REVISTA DE DIREITO COMERCIAL

www.revistadedireitocomercial.com
2018-10-12