

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO
Mestrado Profissionalizante em Ciências Jurídico-Empresariais



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**O DEVER DE INFORMAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NOS
CONTRATOS ALEATÓRIOS**

Maria Eugénia Pereira Melo

Lisboa

2018

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, para
obtenção do grau de Mestre em Ciências Jurídico-Empresariais, sob orientação do
Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro.*

*Ao meu Deus,
“o Deus de Abraão,
o Deus de Isaac,
o Deus de Jacob.”*

RESUMO

A presente dissertação incide sobre o tema dos deveres de informação dos intermediários financeiros nos contratos aleatórios. A junção destes dois temas justifica-se na medida em que, face à crise financeira de 2008, muitos investidores viram defraudadas as suas expectativas nos contratos que celebraram no âmbito de relações económicas estabelecidas através de intermediários financeiros. Os investidores alegaram que os intermediários financeiros deveriam ser responsabilizados por violação de deveres de informação relativamente à abrupta descida das taxas de juro. Desta conjuntura factual nasce a questão que dá origem a este estudo. Será que os riscos inerentes aos contratos aleatórios são imputáveis aos intermediários financeiros por violação dos seus deveres de informação? Para dar resposta a esta pergunta procuramos analisar primeiramente a atividade dos intermediários financeiros, a qual verificamos que é fortemente vinculada por deveres de informação, nomeadamente na fase de negociação, prévia a qualquer decisão de investimento. Os intermediários analisam o cliente, categorizam-no enquanto investidor, estudam e apresentam as características do instrumento financeiro sobre o qual incide a contratação, informam-se e informam a adequação do investimento bem como os riscos que acarretam. Estes são apenas alguns dos deveres relacionados com o dever de informação do intermediário financeiro. No que concerne aos contratos aleatórios, este estudo foca-se na distinção entre *alea*, risco e especulação, pelo que este último mereceu melhor atenção devido à sua desvalia jurídico-social. Perante tal facto, analisam-se as suas vantagens e desvantagens. Para melhor compreender a dinâmica entre deveres de informação e contratos aleatórios, suportamo-nos dos princípios que vinculam a atividade do intermediário financeiro no sentido de delinear uma estratégia de otimização da sua atuação, quer no que diz respeito aos deveres de informação, quer no que respeita os contratos aleatórios, pelo que o foco deverá ser sempre a proteção da eficiência dos mercados e o interesse público.

Palavras-chave: Deveres de Informação; Intermediário Financeiro; Contratos Aleatórios; Especulação; Proteção do Mercado

ABSTRACT

The present paper is intended to elaborate the subject of financial intermediaries' information duties in risk-weighted contracts. The decision of combining such subjects arises from the misleading conduct, recognized by investors who concluded contracts in the context of economic relations, established through financial intermediaries. The investors claimed how financial intermediaries should take responsibility for having violated their information duties when informing about the abrupt decline of interest rates. The question underpinning the present paper is therefore: can the risks related to risk-weighted contracts be attributed to financial intermediaries due to a violation of their information duties? To answer this question, the present study firstly analyses the activity of financial intermediaries, rightly considered as strongly bound by information duties, in the negotiation phase preceding any investment decision. The intermediaries assess the clients, categorizing them as investors; study and provide details about the financial instrument to which the contract applies; get informed, and inform them, about the investment appropriateness as well as the related risks. These are just some of the duties associated with the hereby referred financial information duty. As regards wagering contracts, the present study focuses on the distinction between the *alea*, risk and speculation - term to which is given more attention due to its social-juridical debasement. Pros and cons are therefore analyzed. For a better understanding of the dynamic between information duties and wagering contracts, the present research avails itself of the principles constraining the activity of financial intermediaries, thereby outlining an optimization strategy both referring to information duties and as regards wagering contracts, maintaining as main focus the protection of market efficiency and public interest.

Keywords: Information Duties; Financial Intermediary; Risk-weighted Contracts; Speculation; Market Protection

ÍNDICE DE ABREVIATURAS E MODO DE CITAR

Na presente dissertação as notas de rodapé encontram-se todas por extenso. Os estrangeirismos encontram-se a itálico. As citações escritas com o antigo acordo ortográfico foram adaptadas para o novo acordo ortográfico, para efeitos de coerência gramatical e fluidez do texto, no entanto, o título das monografias ou artigos em publicações periódicas permanecem com o acordo ortográfico antigo para melhor facilidade de pesquisa e identificação das respetivas obras.

CC – Código Civil

CCG – Cláusulas Contratuais Gerais

CFD – *Contracts of Difference*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EUA – Estado Unidos da América

IFI – Informações Fundamentais ao Investidor

IOSCO - *International Organization of the Securities Comissions*

ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

LCCG – Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

LIBOR – *London Interbank Offered Rate*

OTC – *Over-the-Counter Market*

PFC – Produtos Financeiros Complexos

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TFUE – Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

TRG – Tribunal da Relação de Guimarães

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

ÍNDICE

Introdução	10
Parte I. O Dever de Informação dos Intermediários Financeiros	13
1. Razão de Ordem	13
2. A Atividade de Intermediação	14
3. Dos deveres	16
3.1. Dever de Adequação	19
3.2. Dever de Categorização	21
4. O Dever de Informação	24
4.1. Questões Introdutórias	24
4.2. Dever de Informar com Qualidade	27
4.3. A informação pré-contratual	30
4.4. A excessão de deveres de informação?	31
4.5. Produtos Financeiros Complexos	33
Parte II. Contratos Aleatórios	35
5. Razão de Ordem	35
6. Os Contratos Aleatórios	35
6.1. A <i>Alea</i> e o Risco	38
7. Os Derivados	41
8. O Contrato de <i>Swap</i>	45
8.1. Contextualização Histórica	45
8.2. Forma	46
8.3. O Contrato de <i>Swap</i> Enquanto Contrato Aleatório	48
8.4. O Contrato de <i>Swap</i> Enquanto Derivado	50
8.5. Tipologias de Contratos de <i>Swap</i>	52
8.6. Da Validade dos Contratos de <i>Swap</i>	54
8.6.1. <i>Swaps</i> e Especulação	56
8.6.2. Do jogo e Aposta	61

8.6.3. O Regime aplicável aos Contratos de <i>Swap</i>	65
Parte III. Os Princípios de Intermediação Financeira, o Dever de Informação e os Contratos Aleatórios	68
9. Razão de Ordem	68
10. O Princípio da Proteção dos Legítimos Interesses dos Clientes	70
11. Princípio da Eficiência do Mercado	72
12. Princípio da Boa Fé	76
12.1. Culpa In Contrahendo	78
12.2. Integração de Negócios	79
12.3. Abuso de Direito	80
12.4. Alteração das Circunstâncias	84
i. As Circunstâncias em que Fundaram a Decisão de Contratar e a Alteração Anormal	84
ii. Desvantagem e Onerosidade Excessiva: A Lesão da Boa Fé	89
iii. Risco Próprio do Contrato: A <i>Alea</i> do Contrato e o Risco Inerente ao Mercado de Valores Mobiliários	92
12.5. Princípio da Transparência	100
Parte IV. Consequências da Violação do Dever de Informação	103
13. A Responsabilidade Civil o Código dos Valores Mobiliários	103
14. O especial relevo da informação na fase pré-contratual	105
15. Regime da Responsabilidade Civil Aplicável	107
16. Responsabilidade Civil e Contratos de <i>Swap</i>	110
Considerações Finais	113
Bibliografia	116

INTRODUÇÃO

A presente dissertação versa sobre os deveres de informação dos intermediários financeiros nos contratos aleatórios. A análise do tema eleito inicia-se através do estudo da figura dos intermediários financeiros e da atividade que desenvolvem, de forma a fazer o enquadramento jurídico dos sujeitos que são, em rigor, os destinatários últimos do objeto do nosso estudo.

Como é consabido, é na própria organização sistemática do Código dos Valores Mobiliários que se verifica a existência de princípios e deveres que vinculam aquela atividade, bem como o respetivo regime de responsabilidade civil aplicável.

A transversalidade do dever de informação no que ao Direito dos Valores Mobiliários concerne, e a exigência que o cumprimento deste dever apresenta para os intermediários, apela à necessidade do seu estudo e análise em termos monográficos.

No decurso deste trabalho serão exploradas questões tão relevantes do ponto de vista jurídico como a importância da qualidade da informação prestada, a tempestividade e a medida da sua apresentação aos clientes e investidores.

Por outro lado, a necessidade de relacionar a informação com os contratos aleatórios justifica-se na medida em que, neste tipo de contratos, as partes assumem prestações sem conhecer o conteúdo que, após a execução do contrato possam estas assumir e, por este motivo, ainda que o contrato inicialmente celebrado seja equitativo e equilibrado, pode tornar-se exatamente o oposto, uma vez executado integralmente. Dito de outra forma, pode assistir-se à celebração de um contrato cujo resultado final não cai de encontro às expectativas das partes por se tornar demasiado oneroso ou descontextualizado das circunstâncias em que se aplica.

Perante esta realidade do “mundo financeiro”, surge então o problema técnico-jurídico de saber até que ponto estes contratos são merecedores de proteção e tutela jurídicas, nomeadamente, se e como se pode responsabilizar o intermediário financeiro

pela informação que prestou ou que omitiu. Em que casos permitirá o Direito que a parte desfavorecida proceda ao cumprimento das obrigações assumidas inicialmente, ali onde se constata a existência de um contrato desfigurado do seu propósito inicial?

O velho, mas sempre presente princípio “*pacta sunt servanda*”, impunha uma resposta afirmativa: as partes desde início tiveram conhecimento da aleatoriedade do contrato e das suas consequências e, portanto, nada mais resta ao devedor senão o cumprimento do seu dever de prestar.

Resta, contudo, saber se o sentido de justiça não obriga a tirar conclusão diversa. Dito de outra forma, deve aferir-se se o sentido de justiça se pode conformar com esta solução porque é fonte de efeitos negativos, como a desigualdade contratual, que se irá repercutir, não só na esfera jurídica dos contraentes, mas também irá afetar os mercados. Ora, como se irá demonstrar, é em sede de Direito dos Valores Mobiliários que se deve promover a proteção dos investidores e, acima de tudo, defender a eficiência dos mercados.

Por outro lado, e no que concerne aos contratos aleatórios, buscaremos o fundamento da sua (in)validade, através do escrutínio da sua génese estrutural: a *alea*, o risco e a especulação. Aprofundaremos a análise do último elemento – a especulação – dado o desvalor jurídico e social que representa, sem, contudo, deixar de questionar se essa é a perspetiva correta, isto é, se todos os contratos que acarretam especulação devem ser considerados inválidos, deixando os seus contraentes sem proteção jurídica, ou, pelo contrário, nem sempre assim será.

Questionar-se-á se, tal como um contrato aleatório que não tem o resultado previsto, merece uma tutela jurídica sob a égide do direito privado, também a falha de contratos aleatórios em massa, como ocorreu aquando da crise mundial de 2008, que é indicadora de uma “epidemia” financeira que se abateu sobre os mercados e que fere o interesse público e limita o crescimento económico são igualmente objeto de tutela jurídica. Se sim, como e de que forma? E que relações se podem estabelecer entre essas circunstâncias e eventual tutela do dever de informação.

O estudo do dever de informar no âmbito da atividade do intermediário financeiro requer a análise cuidadosa e autónoma dos institutos próprios do Direito dos Valores Mobiliários, mas não dispensa, nem pode dispensar, o estabelecimento das suas relações com institutos típicos e tipificados no âmbito do Direito Civil, do Direito Administrativo regulatório, ou Direito Penal em prol do interesse público consubstanciado no princípio da proteção da eficiência dos mercados.

O trabalho que agora se apresenta, no âmbito do Mestrado Profissionalizante em Ciência Jurídico-Empresariais, não tem, como é natural, a pretensão de esgotar o tema ou de clarificar, em termos definitivos, todas as problemáticas jurídicas que a sua análise suscita, visando, outros sim, como julgamos que cabe a um trabalho desta natureza, tão só e apenas suscitar perguntas e ensaiar possíveis respostas para questões que o Direito dos Valores Mobiliários inevitavelmente suscita a quem o elege como fonte do labor académico.

PARTE I

O DEVER DE INFORMAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

1. Razão de Ordem

O tema dos deveres dos intermediários financeiros tem feito correr muita tinta nos mais diversos estudos realizados no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários. A importância deste tema decorre da necessidade da própria atividade de intermediação financeira lidar com mecanismos ou produtos que se revelam extremamente complexos, não sendo acessíveis a qualquer pessoa, ou mesmo que o sejam, carecem de profissionalismo, conhecimento e segurança jurídica para serem transacionados nos mercados financeiros. A posição jurídica do intermediário financeiro coloca-o no centro de toda esta atividade de comercialização de valores mobiliários, motivo pelo qual se deve buscar estruturar e definir claramente quais os deveres que subjazem ao exercício das suas funções.

O intermediário, que tenha os seus os seus deveres bem presentes e uma boa organização, poderá exercer a sua atividade com uma maior certeza e segurança, uma vez que conhece bem o limite das suas funções. Quer isto dizer que um intermediário financeiro, perfeitamente consciente dos seus deveres, torna-se como um “porto seguro” num mercado que eventualmente se mostre tempestuoso. De uma perspectiva externa, para clientes, ou terceiros, a certeza de que o intermediário financeiro é cumpridor dos seus deveres é um fator potenciador da confiança depositada no intermediário; de uma perspectiva interna, o próprio intermediário financeiro pode preparar uma melhor defesa face a eventuais ações de responsabilidade civil, ou outras, que possam ser propostas contra si, ficando certo de que exerceu a sua atividade de acordo com as imposições que lhe são legalmente impostas.

Tanto os princípios de intermediação financeira como os deveres dos intermediários são elementos fundamentais na definição desta atividade, uma vez que vão determinar e delinear o exercício das funções dos intermediários. Como refere Fazenda Martins, "os princípios têm uma extensão mais vasta que os deveres, sendo certo que todos os deveres se reconduzem aos princípios, na medida em que se apresentam

claramente como desenvolvimento destes, todavia, também os próprios princípios têm uma formulação linguística típica de dever."¹

É com base nesta perspetiva que nos propomos, neste estudo, a estudar e a dissecar este binómio princípios/deveres da atividade do intermediário financeiro. Assim, será feita uma abordagem inicial os deveres do intermediário financeiro, em especial ao dever de informação para que *a posteriori* seja possível uma melhor compreensão da dinâmica e da relação entre o dever de informação e os já abordados contratos aleatórios à luz de cada um dos princípios que regem a atividade de intermediação financeira.

2. A Atividade de Intermediação

Apesar do Código dos Valores Mobiliários regular as atividades de intermediação financeira no Título VI, a verdade é que o mesmo Código não apresenta, expressamente, um conceito legal de atividade de intermediação financeira, limitando-se a indicar no artigo 289.º n. 1, quais são as atividades de intermediação financeira. Assim, nas diversas alíneas da norma é possível identificar como atividades de intermediação financeira, a seguintes: os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros²; os serviços auxiliares dos serviços de atividades de investimento³; a gestão das instituições de investimento coletivo identificadas na lei; bem como o exercício das funções de depositário dos instrumentos financeiros que integram o património das referidas instituições de investimento coletivo.

Desta forma, adotaremos a o conceito avançado pelo Supremo Tribunal de Justiça ao considerar que "*a intermediação financeira designa o conjunto de atividades destinadas a mediar o encontro entre a oferta e a procura no mercado de capitais, assegurando o seu regular e eficaz funcionamento.*"⁴ Estas atividades são do exclusivo exercício dos intermediários financeiros que, de acordo com os artigos artigo 289.º, n. 2 e 295.º do CVM, necessitam estar devidamente Autorizados e registados junto da Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários, tratando-se, pois, de uma atividade

¹ Fazenda Martins, "Deveres dos Intermediários Financeiros em Especial, os Deveres Para com os Clientes e o Mercado", in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, abril de 2000, p. 330-350, p. 332

² Elenco no artigo 290.º n, 1 do CVM

³ Elenco no artigo 291.º do CVM

⁴ Acórdão do STJ, de 17 de março de 2016, Relator Maria Clara Sottomayor, in www.dgsi.pt.

profissional que carece de prévia Autorização para o seu exercício, demonstrando, assim, a sua importâncias que o legislador lhe atribui.

Qualquer atividade de intermediação financeira não pode ser exercida sem a existência prévia, de um intermediário financeiro, que o Código dos Valores Mobiliários não oferece uma definição, limitando-se apenas a identificar as entidades que podem proceder ao exercício de tal atividade. Assim, são entidades que podem exercer a atividade de intermediação financeira a título profissional⁵, elencadas na norma constante do artigo 293.º, n. 1 do CVM, a saber: *i*) as instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam Autorizadas a exercer atividades de intermediação financeira em Portugal; *ii*) às entidades gestoras de instituições de investimento coletivo Autorizadas a exercer essa atividade em Portugal; *iii*) às instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam Autorizadas a exercer em Portugal qualquer atividade de intermediação financeira; *iv*) às sociedades de investimento mobiliário e as sociedades de investimento imobiliário.

Assim, intermediários financeiros são pessoas, singulares ou coletivas, cujo objeto consiste no exercício profissional de uma ou mais das atividades de intermediação em instrumentos financeiros previstas na lei⁶, as quais caracterizam todo o funcionamento do Direito dos Valores Mobiliários. Desta forma, no seio de um sistema de mercados e de instrumentos financeiros cada vez mais complexos, torna-se indispensável a existência de um ponto de ligação profissional entre investidores e os mercados, entre a procura e a oferta do mercado financeiro. Os intermediários financeiros desenvolvem, pois, uma atividade de apoio, assistência e aconselhamento aos investidores para que estes possam tomar melhores decisões de investimento, esclarecidas e fundamentadas, tal como previsto no artigo 312.º, n. 1 do CVM.

⁵ “Só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, atividades de intermediação financeira”, *vide* artigo 289.º n. 2 CVM

⁶ José Engrácia Antunes, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”, *in* *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 31

3. Dos Deveres

Os deveres dos intermediários financeiros podem ser descortinados ao longo do Código dos Valores Mobiliários, seja de uma forma agrupada, seja de forma dispersa, pelo que a doutrina tem reunido esforços no sentido de agrupá-los consoante a atividade do intermediário financeiro.

De um ponto de vista formal e prático, Paulo Câmara entende que há uma clara intenção do legislador em fazer uma distinção entre os deveres gerais e os deveres específicos, uma vez que da própria interpretação sistemática do CVM decorre que há um conjunto de deveres gerais estipulados entre os artigos 289.º a 320.º, e um conjunto de deveres específicos estipulados entre os artigos 321.º a 351.º, que correspondem aos deveres inerentes a cada tipo de contrato de intermediação aí tipificado⁷. Como deveres gerais⁸ o Autor considera todos aqueles que são transversais à atividade de intermediação, como deveres especiais⁹, designa os deveres próprios de cada tipo de contrato de intermediação financeira. Faz ainda, o Autor, uma importante ressalva para o caso dos deveres de organização que são considerados como normas de proteção, para efeitos de responsabilidade civil e ainda para as “consequências contraordenacionais subjacentes ao incumprimento de deveres de exercício da atividade de intermediação financeira”¹⁰.

A. Barreto Menezes Cordeiro configura os deveres de forma diversa. O Autor considera que deve ser feita uma distinção inicial entre deveres principais, ou seja, aqueles que são específicos do contrato de intermediação financeira celebrado com o cliente, e deveres secundários, que podem ser gerais ou específicos, correspondendo os gerais ao

⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 368.

⁸ Veja-se a título de exemplo de deveres gerais: dever de categorização dos clientes/investidores, consagrado no artigo 317.º do CVM, ao dever de prevenção do conflito de interesses, artigo 347.º do CVM, deveres de organização interna dos intermediários financeiros, artigo 305.º e ss. do CVM, dever de possuir um sistema de gestão de risco, artigo 305.º B do CVM, proibição de benefícios ilegítimos, artigo 313.º do CVM, deveres de segurança e segregação patrimonial, artigo 263.º do CVM, dever de adequação, artigo 314.º e ss. do CVM, dever da melhor execução, artigo 330.º e ss. do CVM, deveres de segredo, artigo 304.º, n. 4 do CVM, dever de garantir o passaporte comunitário, artigo 35.º da DMIF II, deveres relativos ao agente vinculado, artigo 294.º - A do CVM e, por fim, mas não menos importante, o dever de informação, 312.º e ss. do CVM.

⁹ Como por exemplo, a receção e transmissão de ordens, artigo 325.º e ss. do CVM, a colocação de valores mobiliários, artigo 337.º e ss. do CVM, a assistência em oferta pública, artigo 291.º, al. e) do CVM, a gestão de carteiras, artigo 335.º e 336.º do CVM, a consultoria para o investimento, artigo 290.º, n. 1, al. f) do CVM, as recomendações para investimento, artigos 12.º A e 309.º-D do CVM, outras atividades de investimento, como por exemplo, a publicidade a um instrumento financeiro, artigo 292.º do CVM.

¹⁰ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 369

dever de lealdade e ao dever de cuidado, os específicos, legais ou contratuais, aqueles que se encontram “dependentes da atividade ou serviço em contrato prestado”¹¹. Mais acrescenta a este elenco, os deveres de organização, relativos à organização interna do intermediário financeiro.

Especial atenção merecem os dois deveres gerais referidos pelo Autor, os deveres de lealdade e de cuidado, os quais visam complementar o elenco de deveres dos intermediários financeiros que constam no CVM e que A. B. Menezes Cordeiro extrai ao analisar a natureza jurídica dos intermediários financeiros, já que, crê o Autor, que existe uma verdadeira relação fiduciária, de confiança, entre os intermediários e os seus clientes.

Com base na construção jurídica de António Menezes Cordeiro, com a qual concordamos, para quem existe um paralelismo “evidente entre o artigo 304.º n. 2 do CVM”¹² e o artigo 64.º do CSC¹³, uma vez que o primeiro artigo estipula 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”, enquanto o segundo artigo prevê no n.1 que “os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”, concluindo o Autor que “os intermediários financeiros assumem a obrigação de atuar no melhor interesse dos seus clientes, colocando-os à frente dos seus próprios interesses, salvo se devidamente Autorizados para o efeito”¹⁴.

Considerando o dever de lealdade enquanto dever do intermediário financeiro, A. Barreto Menezes Cordeiro, encontra a expressão legal do dever de lealdade em deveres acessórios negativos ou positivos, em que os negativos correspondem ao dever de

¹¹ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.290

¹² A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.283

¹³ Anotação ao artigo 64.º do CSC em CSC/CIDP, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011, p. 250-255, 253, *apud* A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.283

¹⁴ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.286

prevenção de conflitos (*no conflict rule*)¹⁵ e o dever de não obter lucros além dos legalmente previstos (*no profit rule*)¹⁶. Quanto ao dever de lealdade positivo, indica a título exemplificativo o dever de aconselhamento a um cliente¹⁷.

Nesta medida, se conclui que os deveres de lealdade e de cuidado são deveres transversais a toda a atividade de intermediação financeira, independentemente do cliente e do tipo de contrato, e que consubstanciam uma exigência geradora de maior diligência na atuação do próprio intermediário financeiro.

Por seu turno, Engrácia Antunes faz menção a uma longa lista exemplificativa de deveres adstritos à atividade do intermediário financeiro, os quais “possuem igualmente a sua fonte remota nos comandos comunitários e recomendações internacionais, consubstanciam verdadeiros e próprios deveres jurídicos de conduta profissional no exercício das atividades de intermediação financeira (...) cuja violação por parte dos intermediários financeiros pode ser fonte para estes de responsabilidade civil e consequente obrigação de indemnização perante os respetivos clientes (artigos 304.º-A e 324.º do CVM)”¹⁸. O Autor explora três deveres legais que se afiguram particularmente relevantes no mundo atual de intermediação financeira: o dever de informação o dever de categorização, e o dever de adequação. Por este motivo, também nós, no presente estudo faremos uma breve referência aos dois últimos deveres, dando maior relevância ao dever de informação enquanto um dos pilares da atual regulação jurídica do mercado de capitais¹⁹.

Das várias construções jurídicas *supra* referidas, facilmente verificamos que a atividade do intermediário financeiro está delimitada pelos mais variados tipos de deveres

¹⁵ A *no conflict rule*, concretamente regulada no artigo 309.º, n. 3 do CVM, corresponde a uma norma controversa onde se prevê a necessidade de resolver o eventual conflito de interesse atendendo com prioridade ao interesse do investidor, sobre o interesse do intermediário financeiro;

¹⁶ A *no profit rule*, prevista nos artigos 309.º, n. 4 e 313.º e seguintes do CVM, implica que o intermediário financeiro não possa auferir qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário, além do legalmente previsto ou estipulado, o que gera um grande ponto de interrogação no que concerne aos contratos de natureza *aleatória*, devido ao elevado grau de risco que lhe é subjacente. Devendo mesmo perguntar-se até que ponto vai a legitimidade do benefício extraído pelo intermediário financeiro, com base neste tipo de contratos.

¹⁷ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.298

¹⁸ José Engrácia Antunes, *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 37

¹⁹ José Engrácia Antunes, *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 37

e que o seu agrupamento variar consoante o intérprete, não obstante estas diferentes formas, não pode deixar de se verificar um padrão básico de distinção entre deveres que são gerais e, por isso, vinculam todo e qualquer intermediário financeiro, e deveres que são específicos, portanto, apenas vinculam o intermediário financeiro consoante o tipo de contrato que é celebrado entre este e o investidor.

Além do exposto, podemos verificar ainda a existência outro padrão que corresponde à presença do próprio dever de informação enquanto dever transversal a todas as categorias de deveres dos intermediários, quer estes sejam gerais, específicos ou de organização interna. Aliás, o seu grau de vinculatividade pode aumentar ou diminuir consoante o tipo de cliente, de investidor, ou de contrato, no entanto, o dever de informação é uma constante na atividade de intermediação financeira.

Para concretizar melhor o dever de informação dos intermediários financeiros, faremos menção de duas manifestações daquele dever, que dada a sua relevância prática não podem deixar de ser referidas no presente estudo, ainda que de forma não exaustiva. Referimo-nos aos deveres de adequação e categorização, ambos regulados no Código dos Valores Mobiliários.

3.1. Dever de Adequação

Um dos deveres essenciais do intermediário financeiro, e que mais se relaciona com o dever de informação é o dever de adequação. Do termo anglo-saxónico *suitable rule*, o dever de adequação encontra-se previsto nos artigos 314.º e seguintes do CVM, e consiste na “obrigação jurídica de o intermediário financeiro adequar os serviços prestados, “*maxime*”, uma determinada operação de (des)investimento em instrumentos financeiros que haja sido oferecida, solicitada ou visada, a cada tipo de cliente, mormente tendo em conta a sua categoria ou perfil enquanto investidor”²⁰, ou seja, o intermediário financeiro tem de conhecer o cliente, bem como o instrumento financeiro sobre o qual se contratar e, ainda, das movimentações e tendências do mercado.

²⁰ Vide, Paulo, “O Dever de Adequação dos Intermediários Financeiros”, in Estudos em Honra do Prof. Doutor J. Oliveira Ascensão, vol. II, 1307-1324, Almedina, Coimbra, 2008, *apud* José Engrácia Antunes, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos”, in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 31

Na abordagem realizada por Paulo Câmara a este dever, o Autor decompõe o mesmo em três deveres distintos, a saber, o dever de recolha de informação; o dever de avaliação de adequação; o dever de informação sobre a inadequação ou sobre a falta de informação obtida²¹.

Quanto ao cliente, este dever, o de adequação, obriga a que o intermediário financeiro conheça quais os seus objetivos com a realização do investimento, qual a sua capacidade para investir, o seu historial de investimento, a sua aversão ao risco, entre outras questões que se mostrem relevantes. Todo este processo de recolha de informação, também conhecido por *know your cliente rule*, tem como objetivo permitir ao intermediário financeiro, na prestação de serviços atinentes à transmissão de *securities*, de recomendar apenas aqueles valores que, segundo a informação conhecida, são adequados ao cliente.

Na prática, o intermediário financeiro tem de recolher informação sobre o cliente, devendo focar-se no seu historial financeiro, pelo que deve cumprir escrupulosamente os trâmites legais ao solicitar a informação, no sentido de apurar elementos como sejam as habilitações académicas, a experiência profissional, a capacidade financeira, os montantes dos seus rendimentos regulares, os ativos mobiliários ou imobiliários, se tem compromissos financeiros regulares²², além disso, tem de apurar se o cliente está familiarizado com os tipos de serviços subjacentes às operações financeiras a realizar, qual o tipo de operações que já efetuou, durante quanto tempo e com que regularidade fez e, por fim, quais os seus objetivos com o investimento na aplicação financeira e preferências quanto ao risco a assumir²³.

Além do cliente, o intermediário financeiro, ao abrigo deste dever, também fica adstrito a conhecer bem os valores mobiliários que propõe ao cliente. Como explica Paulo Câmara, “se assim não fosse, não estaria o intermediário habilitado para fazer o juízo de adequação entre o projeto de investimento visado e as características concretas do

²¹ Para melhor desenvolvimento, vide Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 410 e ss.

²² Cf. Artigo 314.º-B, n. 4 do CVM

²³ Cf. Artigo 314.º-B, n. 5 do CVM

cliente”²⁴. Este conhecimento, relativo ao produto financeiro, e que é exigível ao intermediário financeiro, é denominado *know you security*, o qual, apesar de não se encontrar expressamente no Código dos Valores Mobiliários, sempre poderá ser retirado da interpretação do artigo 314.º-B, n. 2 do CVM. Com efeito, ali se, prevê a existência de quatro elementos que devem ser relacionados no momento da obtenção da informação, ou seja, o intermediário tem de fazer em simultâneo a relação entre o *i)* investidor, *ii)* o serviço a prestar, *iii)* o tipo de instrumento financeiro e *iv)* a complexidade do risco inerente. Assim, no exercício da sua atividade, o intermediário financeiro apenas deve recomendar ao investidor instrumentos financeiros que, de acordo com a informação que lhe foi fornecida, se lhe configura mais adequada.

Aqui chegados, parece-nos ser possível concluir que o dever de adequação está intimamente relacionado com o princípio da proteção dos clientes e com o princípio da eficiência do mercado, constantes do artigo 304.º do CVM, bem como com o dever de informação, na medida em que obriga o intermediário financeiro a recolher informação que lhe será essencial para fazer o posterior juízo de adequação entre o seu cliente e o instrumento financeiro em que este pretende investir e que o intermediário financeiro considera adequado aconselhar.

Assim, e com fundamento no artigo 314.º do CVM, o intermediário financeiro, para poder prestar informação sobre o serviço em causa, tem o dever de qualificar o cliente como sendo um investidor qualificado ou não qualificado (artigo 317.º, n. 1 e ss. do CVM), ou seja, impende sobre eles o dever de categorização.

3.2. Dever de Categorização

A par da adequação, o Código dos Valores Mobiliários consagra, nos artigos 317.º a 317.º-D, o dever de categorização, através do qual. O intermediário financeiro vai especificar a medida de informação a prestar a cada investidor. Este dever tem carácter obrigatório e corresponde à “obrigação dos intermediários financeiros procederem à classificação da natureza dos respetivos clientes nas categorias legais de investidor não

²⁴ Para melhor desenvolvimento, vide Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 414 e 415

qualificado, investidor qualificado, e contraparte elegível”²⁵, nos termos do artigo 317.º, n. 1 do CVM.

Assim, e nos termos do artigo 317.º-B, n. 2 do CVM, consideram-se como investidores qualificados os clientes que dispõem de experiência, conhecimentos e competência necessárias para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar os riscos em que incorrem²⁶, tendo em conta a natureza dos serviços e instrumentos financeiros contratados. A categorização do investidor varia, contudo, consoante o instrumento financeiro em causa. O investidor pode ser bastante experiente na aquisição de determinado valor mobiliário, mas se, no entanto, pretender um instrumento financeiro complexo, diferente daqueles a que está habituado, saindo da sua “zona de conforto”, essa falta de experiência é fator suficiente para que deixe de ser categorizado como investidor qualificado, e passe para a categoria de investidor não qualificado.

Por outro lado, os investidores qualificados podem sê-lo por natureza ou a pedido. Os primeiros encontram-se legalmente tipificados nos artigos 30.º e 289.º, n. 3, al. f), ambos do CVM. Os segundos, ou seja, os investidores qualificados a pedido carecem de avaliação pelo intermediário quanto aos seus conhecimentos e experiência, nomeadamente, segundo Paulo Câmara, devem preencher pelo menos dois dos seguintes requisitos “ i) ter efetuado operações com um volume significativo no mercado relevante, com frequência média de dez operações por trimestre, durante os últimos quatro trimestres; ii) dispor de uma carteira de instrumentos financeiros, incluindo também depósitos em numerário, que exceda € 500.000,00; iii) prestar ou ter prestado funções no sector financeiro, durante, pelo menos um ano, em cargo que exija conhecimento dos serviços ou operações em causa”²⁷

Bem se vê que, por exclusão de partes, o investidor não qualificado será todo aquele que não possui as qualidades e os requisitos dos investidores qualificados, cabendo ao intermediário financeiro um papel de relevo no sentido de providenciar uma proteção

²⁵ José Engrácia Antunes, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 40

²⁶ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 372

²⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 373 e 374

mais intensa ao cliente, prestando-lhe a melhor informação possível para que este possa tomar uma decisão esclarecida²⁸.

Os investidores podem ainda ser caracterizados como contrapartes elegíveis, cabendo nesta categoria, os investidores que se relacionam com os intermediários financeiros em condições de igualdade, quer sejam outros intermediários financeiros, quer sejam uma das entidades enunciadas nas alíneas a) a i), do n.º 1 do artigo 30.º do CVM. Como se estipula no artigo 317.º D, n. 2 e 3 do CVM, as contrapartes elegíveis gozam ainda da possibilidade de alterarem a sua categorização, no sentido de obterem maior ou menor, proteção. O tratamento como contraparte elegível pode ser afastado e o investidor será tratado como investido qualificado, salvo se referir expressamente que pretende o tratamento como investidor não qualificado. No primeiro caso, sendo tratados como investidores qualificados, equivalerá a um nível menor de proteção (*opting down*), no segundo caso, enquanto investidores não qualificados, receberão um nível mais elevado de proteção (*opting up*)²⁹.

Ainda no que diz respeito a este dever de categorização, podemos verificar uma relação de proximidade com o dever de informação em dois momentos distintos. Num primeiro momento a informação será recolhida pelo intermediário financeiro permitindo-lhe a categorização do investidor, num segundo momento, o intermediário financeiro tem o dever de informar o investidor, consoante o nível de informação que considera adequado, de acordo com a medida do seu conhecimento e experiência, ou seja, respeitando a categorização efetuada.

Podemos, pois, verificar uma correlação de proporcionalidade inversa entre o conhecimento financeiro do investidor e o dever de informação do intermediário financeiro: quanto maior for o conhecimento e a experiência do investidor, menor será a informação a prestar e vice-versa. Esta conclusão é facilmente descortinada no próprio Código dos Valores Mobiliários, *maxime* no artigo 312.º, n. 2, onde se prevê que a “extensão e profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o

²⁸ Neste sentido *vide* José Engrácia Antunes, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 41

²⁹ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 375

grau de conhecimentos e de experiência do cliente”, também designado por critério da densidade informativa³⁰.

4. O Dever De Informação

4.1. Questões Introdutórias

É consabido que vivemos hoje na chamada sociedade de informação³¹, em que o acesso de um imensurável número de pessoas, aos mais variados conteúdos tornou-se possível a uma velocidade quase instantânea e sem grande custo. Se é verdade que a informação, *per se*, corresponde a um termo técnico das ciências sociais, não tendo de imediato uma conotação técnico-jurídica, também não é menos verdade que este termo é transversal às mais diversas áreas e as ciências jurídicas não são exceção.

Tal como refere Eduardo Paz Ferreira, “a preocupação do direito societário e do direito dos valores mobiliários com a informação é o reflexo de uma atitude que começou por ter expressão no direito público, com a consagração da ideia de que as sociedades são tanto mais democráticas quanto dispuserem de um sistema eficiente de divulgação das notícias e da circulação da informação”, mais acrescenta que o direito preocupa-se “sobretudo, com a tutela do direito de informar e de ser informado, consubstanciada na [sua] consagração, através dos textos constitucionais”, no entanto, sublinha o Autor que essa tutela da informação é direcionada sobretudo à informação coletiva divulgada pelos meios de comunicação social que tem por objeto dar conta dos factos significativos do dia-a-dia³².

É com esta preocupação que a Constituição consagra o direito à informação como um direito fundamental, no seu artigo 37.º, n. 1, 2ª parte da CRP, sob a epígrafe “Liberdade de expressão e informação”:

³⁰ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª Edição, 2016, p. 712

³¹ Sofia Nascimento Rodrigues, “A proteção dos investidores na sociedade da informação”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Instituto do Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2004

³² Eduardo Paz Ferreira, “A Informação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2001, p. 137-160, p. 138

“1. Todos têm o direito de exprimir e divulgar livremente o seu pensamento pela palavra, pela imagem ou por qualquer outro meio, bem como o direito de informar, de se informar e de ser informados, sem impedimentos nem discriminações.”

Da análise desta norma podemos verificar que o direito à informação se desdobra em três vertentes, a saber: *i)* o direito de informar, *ii)* de se informar, *iii)* de serem informados, sem impedimentos nem discriminações³³.

A informação é, na realidade, um dos pilares da autonomia privada, uma vez que nas relações contratuais permite estabelecer a igualdade e equilíbrio entre as partes, tal como exemplifica Paz Ferreira ao mencionar que “a assimetria na informação entre vendedores pouco escrupulosos e compradores incautos permite, num primeiro momento, aos primeiros obter lucros importantes mas, num segundo, conduz a uma situação em que acaba por haver reflexos extremamente negativos para o mercado”³⁴. No caso do direito dos valores mobiliários, “a informação, mais do que a proteção dos sujeitos individuais ou de grupos visa, sobretudo a proteção do mercado”³⁵. A informação tem assumido um papel de acentuado relevo, não só pela informação financeira que é transacionada nos mercados, mas também pela existência de uma panóplia de deveres a ela associados.

O dever de informação, no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários encontra-se ao serviço dos princípios estruturantes deste ramo de Direito, que são a proteção dos investidores e a eficiência do mercado, e é na conjugação destas duas ideias que pode defender-se um dever de informação ao serviço do interesse público. Como adiante se verá, a violação deste dever pode desencadear graves penalizações quer ao nível da responsabilidade civil, contraordenacional, ou mesmo, criminal. Neste sentido, podemos afirmar que o dever de informação assume um lugar de destaque³⁶ no Direito dos Valores Mobiliários.

³³ J. J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, *CRP - Constituição da República Portuguesa Anotada, Artigos 1.º a 107.º*, Volume I, 4ª Edição, Coimbra Editora, p. 573

³⁴ Eduardo Paz Ferreira, “A Informação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2001, p. 137-160, p. 144

³⁵ Eduardo Paz Ferreira, “A Informação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2001, p. 137-160, p. 143

³⁶ Carlos Osório de Castro, *A Informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, 1997, p. 333-348, p. 333

Defendemos, assim, que existem três manifestações da informação no Direito dos Valores Mobiliários, a saber: em primeiro, como atividade, ou seja, o próprio serviço prestado pelo intermediário financeiro; em segundo, como um direito fundamental de informar, de se informar e de ser informado; em terceiro, e último, informação manifesta-se enquanto dever, o dever de informar.

Há ainda quem entenda a informação como um princípio, por exemplo, em 1997, Amadeu José Ferreira defendeu a informação como um princípio autónomo “essencial à defesa do consumidor”³⁷. No entanto, no nosso entendimento não consideramos que a informação possa ser caracterizada como um princípio do Direito dos Valores Mobiliários, pelo seguinte motivo: os princípios comportam um “peso” e “importância”³⁸ de elevada carga axiológica que não são visíveis na ideia prática de informação. “Os princípios são estruturantes e valorativos”³⁹ e permitem a criação de regras práticas, diretamente aplicáveis aos casos concretos, determinando a sua validade ou invalidade. Se falarmos, por exemplo, na igualdade de acesso à informação, aqui sim, existe um princípio, mas um princípio de igualdade, ou, noutro exemplo, o princípio da transparência, também atribui uma carga valorativa à informação, no entanto, a informação *per se*, não parece ser idónea a produzir tal efeito. O direito à informação e o dever de informar, ambos existem, não porque lhes esteja subjacente um princípio da informação, mas sim um princípio de proteção, ou até mesmo de lealdade, relativamente aos investidores e ao mercado.

Neste sentido, não acompanharemos a qualificação da informação como um princípio, mas sim como uma atividade, um direito e um dever, sendo sobre esta última vertente que irá incidir o presente estudo, nomeadamente no que diz respeito ao dever de informação do intermediário financeiro no âmbito da sua atividade.

³⁷ Amadeu José Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários, Sumários das lições dadas ao 5º ano, menções de ciências jurídicas e ciências jurídico económicas, no ano lectivo de 1997/1998, 1.º e 2.º semestres*, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1997, p. 40;

³⁸ Neste sentido *vide* Ronald Dworkin, *Taking Rights Seriously*, Bloomsbury Publishing, Dezembro, 2013, p. 22 e ss. e 71 e ss.;

³⁹ Miguel Teixeira de Sousa, *Introdução ao Direito*, Almedina, 2016, p.249.

4.2. Dever de Informar com Qualidade

Os deveres de informação do intermediário financeiro encontram-se distribuídos sistematicamente ao longo do Código dos Valores Mobiliários, no entanto, é no artigo 7.º que está prevista a regra geral aplicável à “informação respeitante a instrumentos financeiros, quer as formas organizadas de negociação, quer às atividades de intermediação financeira, liquidação e compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes”. Note-se que esta norma não configura por si própria uma fonte autónoma de deveres de informação, apenas disciplina o critério de qualidade informativa⁴⁰. Neste sentido, a informação prestada deve ser, completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita⁴¹. Estes critérios devem aplicar-se a toda a informação divulgada quer a título de conselho (artigos 294.º e ss. e 314.º-A do CVM), de recomendações (artigos 12.º-A e 309.º e ss. do CVM), de mensagem publicitária (artigo 292.º do CVM) ou de relatório de notação de risco⁴².

O artigo 7.º n. 1 do CVM identifica os elementos que a informação deve conter, para que seja considerada informação de qualidade. Apesar desta norma corresponder a uma tentativa de concretização dos elementos que compõem a informação, a verdade é que se mostra suscetível de levantar dúvidas aquando da sua aplicação concreta, sendo determinante, a questão de saber se estes elementos são subjetivos ou se valem independentemente uns dos outros.

Por exemplo, o Tribunal da Relação de Lisboa, no processo n.º 2243/08.0TFLSB.L1, considerando o seguinte: “O que se afirma na página 19 da decisão recorrida é que, tendo-se concluído pela clareza das declarações em causa nestes autos, e não tendo sido alegado pela CMVM que essas declarações não cumprissem qualquer uma das outras características que uma informação prestada ao mercado deve revestir; para efeitos da aplicação do artigo 7.º, n. 1, do CVM, (...) A conclusão que resulta da página 19 da decisão recorrida é que as declarações em causa nestes autos são claras, ou seja, não são ambíguas nem obscuras. Como bem refere o Tribunal *a quo*, ‘não se provou que

⁴⁰ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 708

⁴¹ Cf. Artigo 7.º, n. 1; 389.º, n. 3, al. b); 393.º n. 2, al. d) todos do CVM;

⁴² Cf. Artigo 7.º, n. 2 do CVM.

as declarações prestadas não fossem completas, [ou] verdadeiras, [ou] atuais, [ou] objetivas, [ou] lícitas (nem sequer foi alegado), requisitos também incluídos no tipo, pelo que também desse modo não se mostra preenchido o elemento objetivo do tipo de ilícito em questão'. Caso o Tribunal a quo considerasse que os requisitos são cumulativos, não faria qualquer sentido concluir pela clareza das declarações e, ainda assim, analisar ou apenas referir que não se verifica nenhum dos outros requisitos além da clareza da informação. Pois bastaria faltar aquele primeiro requisito (entenda-se, bastaria a informação ser clara) para que não estivesse preenchido este elemento objetivo do tipo de ilícito em apreço. Desta forma, improcede, ainda neste particular, a pretensão da recorrente"⁴³. Deste pequeno excerto se retira que o entendimento das duas instâncias judiciais foi no sentido de que os elementos constantes no artigo 7.º, n. 1 do CVM não são cumulativos, bastando a clareza da informação como elemento essencial, independentemente dos outros requisitos.

Entendimento diverso parece ter a doutrina, na verdade e como já foi referido, Paulo Câmara entende que este artigo não é vinculativo, apenas apresenta as características essenciais da informação prestada pelo intermediário financeiro ⁴⁴. Também na linha deste entendimento parece ir Pedro Boullosa Gonzalez, no estudo que fez sobre a norma em causa, para quem “os requisitos cumulativos que resultam do artigo 7.º – completude, veracidade, atualidade, clareza, objetividade e licitude – aplicam-se a toda a informação respeitante a algum dos temas descritos na norma e o seu cumprimento impõe-se tanto a respeito de informação obrigatória como a propósito de informação prestada de livre iniciativa.”⁴⁵

Tomando posição, sobre esta querela, consideramos, numa primeira análise, o critério da cumulação dos elementos parece ser o mais acertado. Requer, contudo, esta afirmação e tomada de posição, uma melhor consideração dos elementos previstos na norma em apreço. Veja-se por exemplo, os critérios da completude, veracidade, da atualidade, ou da licitude, são critérios objetivos, uma vez que a informação se não for completa, é incompleta, se não for verdadeira, é falsa, se não é atual, está desatualizada e

⁴³ Vide Jorge Alves Morais e Joana Matos Lima, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Iuris, Sociedade Editora, 2015, p. 79

⁴⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Edição, Almedina, 2016, p. 708

⁴⁵ Pedro Boullosa Gonzalez, “Qualidade da Informação”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 49, dezembro 2014, p. 8-17, p. 17

se não for lícita, é ilícita, o que significa que a falta de cada um destes elementos, por si só, já produz efeitos jurídicos, sendo possível responsabilizar quem emite a informação.

Por sua vez, o elemento da clareza, que consta no artigo 7.º, n. 1 do CVM, não é um critério objetivo, mas sim subjetivo, porque depende não apenas da forma como é transmitida (responsabilidade de quem emite a informação), mas igualmente da forma como é recebida (responsabilidade de quem recebe a informação), uma informação que não é clara para o indivíduo A, pode ser clara para o indivíduo B, e vice-versa. Ainda que o intermediário financeiro reúna os esforços necessários, para transmitir uma informação que considere ser clara, a verdade é que não possui qualquer controlo sobre a forma como aquela será interpretada ou compreendida. Seguindo o entendimento do Acórdão de 5/12/2013 do STJ, Pedro González, explica que “a mensagem clara é a que é inteligível, facilmente perceptível. Não suscita dúvidas ou equívocos, pode ser entendida de imediato e com facilidade pelo destinatário”⁴⁶. Ainda assim, mesmo que se possa considerar que uma informação é clara para a generalidade dos seus recetores, existirá sempre um grupo para o qual a informação não é clara, dada a natureza subjetiva do conceito, o que obriga a uma análise casuística, distinta dos restantes elementos qualificativos da informação.

Apesar de a subjetividade do conceito de “informação clara” coloca-nos sérias dúvidas quanto à sua cumulação com os restantes elementos qualificativos da informação, que integram o artigo 7.º, n. 1 do CVM, ainda assim, não podemos deixar de concluir que todos estes elementos não podem deixar de ser cumulativos, sob pena de perda de qualidade da informação. Claro que se entendermos que esta norma é meramente indicativa dos elementos de verificação de qualidade da informação, a questão deixa de se colocar, sem prejuízo, no entanto, em nosso entender, desta norma consubstanciar um verdadeiro dever, o dever de informar com qualidade, e a sua violação é suscetível de desencadear o instituto da responsabilidade civil, contraordenacional ou criminal, consoante o caso concreto.

⁴⁶ Pedro Boullosa Gonzalez, “Qualidade da Informação”, *in* Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 49, dezembro 2014, p. 8-17, p. 15

4.3. A informação pré-contratual

No Direito dos Valores Mobiliários, a informação é um elemento de peso e acompanha todo o processo de investimento, no entanto, é no momento prévio à formação do contrato que os deveres de informação assumem maior relevância. Tal como refere Paulo Câmara “os deveres de informação dos intermediários financeiros visam, a título principal, apoiar os clientes para que estes possam tomar decisões de investimento esclarecidas e informadas. Por esse motivo, *o momento primordial de prestação da informação é o momento anterior à tomada da decisão de investimento*”⁴⁷.

É o próprio artigo 312.º, n. 1 do CVM que prescreve que “o intermediário financeiro deve prestar (...) todas as informações necessárias a uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada”. Dito de outro modo: é no momento anterior à tomada de decisão que o intermediário terá de dar particular importância aos deveres de informação. Também o artigo 312.º-B determina o momento chave da prestação de informação, indicando que este é o momento anterior à prestação do serviço em causa, quer para investidores não qualificados⁴⁸, quer para investidores qualificados⁴⁹.

Assim, sem prejuízo da informação publicitária, que não apresenta qualquer compromisso de celebração do negócio, ainda que sobre ela recaiam deveres de qualidade da informação, é no momento da negociação dos termos do contrato de investimento que o intermediário financeiro deve prestar informação técnica mais detalhada sobre o produto financeiro, sobre os riscos e os custos a ele associados pois é este o momento – o da negociação – que se mostra ser o mais relevante, não só em prol do princípio da proteção dos interesses dos clientes e da proteção dos investidores, mas também, para efeitos de aplicação de responsabilidade do intermediário financeiro aquando a violação dos seus deveres de informação, o qual será abordado adiante.

⁴⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Edição, Almedina, 2016, p. 712

⁴⁸ Cf. Artigo 312.º, n. 1 do CVM

⁴⁹ Cf. Artigo 312.º, n. 3 do CVM

4.4. A excesso de deveres de informação?

Relevante e não pouco pertinente é a opinião de Osório de Castro, em 1997, relativamente ao dever de informação no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários. O Autor defendia então que a eficiência do mercado dependia da informação dos investidores, no entanto, a regulamentação em torno da informação se mostrava-se perigosamente excessiva afirmando que "mais proteção nem sempre significa melhor proteção"⁵⁰.

O anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários propunha-se a "assegurar a transparência dos mercados dos valores mobiliários", como forma de defender as "entidades emitentes, dos intermediários financeiros, e, em especial dos investidores", pelo que a informação teria de ser "suficiente, verídica, objetiva, clara e atempada sobre os valores mobiliários, as entidades que os emitem e as transações de que são objeto nos mercados respetivos". Foi com base nesta formulação normativa que Osório de Castro entendeu que o bem jurídico protegido seria a própria eficiência dos mercados que, por sua vez andava lado a lado com a proteção dos investidores - considerando que são investidores "a coletividade, composta por um número indeterminado de pessoas, que corporiza a procura de valores mobiliários no mercado primário e a oferta e a procura desses mesmos valores no mercado secundário" Mais concluía o Autor em causa que a proteção dos investidores não devia ser perseguida como uma função de primeira linha, mas funcionar como um meio para promover a eficiência dos mercados, pelo que o bem jurídico aqui presente e que se pretendia proteger era o interesse público e não os interesses privados dos investidores. O benefício dos investidores, enquanto cliente individualizado, será um mero efeito reflexo da prossecução primordial da eficiência do mercado⁵¹.

No atual Código, o elenco de deveres de informação do intermediário financeiro permanece vasto. O diploma legal faz referência a deveres gerais e a deveres específicos, aos quais ainda acrescem os que decorrem de diplomas comunitários, regulamentação da

⁵⁰ Carlos Osório de Castro, "A Informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, 1997, p. 347

⁵¹ Carlos Osório de Castro, "A Informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, 1997, p. 335

CMVM, estatutos e políticas internas dos próprios intermediários financeiros. Por outro lado, e no que respeita ao bem jurídico protegido, permanece intacta a primazia do interesse público, que se manifesta através do princípio da eficiência dos mercados e, paralelamente, à proteção dos investidores, no entanto, e como também fazemos referência neste estudo, a propósito dos princípios da atividade de intermediação financeira, há uma crescente preocupação com os interesses do cliente⁵², aos quais será dada prevalência em caso de conflito de interesses com o interesse do próprio intermediário financeiro⁵³.

Do que vai dito se retira, pois, que permanece atual a posição assumida por Osório de Castro em 1997, e com a qual concordamos. De facto, existe um visível aumento dos deveres de informação que regem a atividade de intermediação intermediário financeiro, e tal pode representar uma influência negativa na informação prestada, sem prejuízo de se considerar que o aumento dos deveres de informação, que impendem sobre o intermediário financeiro justificar-se-ão, entre outros motivos, por duas razões, a saber: a) por um lado por imposição da União Europeia e respetivo mercado único, ao qual o Estado Português tem de fazer face; b) por outro lado, o crescimento dos deveres de informação gera segurança jurídica que potencia a confiança dos investidores nos mercados financeiros e respetivos intermediários. Não obstante, caso se verifique dificuldade do intermediário em cumprir todos os deveres de informação com a qualidade que lhe é imposta, este deve garantir que a sua conduta é regida pela seguinte hierarquia dos princípios: prossecução do interesse público, materializado no princípio da defesa da eficiência dos mercados, seguidamente do princípio da defesa do interesse do cliente e, por fim, o interesse do intermediário financeiro.

⁵² Encontra-se consagrado no artigo 304.º, n. 1 do CVM o princípio da proteção dos interesses dos clientes,

⁵³ No Código do Mercado dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de Abril e revogado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, consagrava a política de conflito de interesses no artigo 645.º limitando-se a obrigar os intermediários financeiros a solicitar autorização prévia dos clientes para a prática de determinados atos na pendência do contrato. Atualmente, o Código dos Valores Mobiliários consagra no artigo 309.º, n. 3 do CVM a designada “*no conflict rule*”, segundo a qual, o intermediário financeiro não só deve identificar e evitar conflitos de interesses, como também deve sobrepor os interesses dos seus clientes aos seus próprios interesses,

4.5. Produtos Financeiros Complexos (PFC)

Dado que na maioria das vezes os produtos financeiros atingem elevado grau de complexidade, viu-se a própria CMVM, no sentido de aumentar a sensibilização para os riscos inerentes a estes instrumentos financeiros compelida a emitir o Regulamento n.º 2/2012, de 26 de novembro, de forma a definir os instrumentos financeiros complexos como aqueles que “embora assumindo a forma jurídica de um instrumento já existente, têm características que não são diretamente identificáveis com esse instrumento”.

O Regulamento em causa estabelece, entre outras, três tipos de obrigações a observar na comercialização deste tipo de produtos, a saber: a) em primeiro lugar, a disponibilização ao investidor de documento informativo, denominado “Informações Fundamentais ao Investidor” (IFI)⁵⁴; b) em segundo a identificação do produto como PFC⁵⁵; c) e, por último, a aprovação prévia pela Autoridade competente da respetiva publicidade⁵⁶. Assi, por exemplo, uma entidade que comercializa um PFC encontra-se adstrita ao cumprimento de deveres informativos mais exigentes, pelo que deve elaborar um documento informativo, pelo qual a entidade é responsável quer pela qualidade da informação prestada, quer pela sua atualização contínua enquanto o produto for comercializado⁵⁷.

A entidade comercializadora, neste caso o intermediário financeiro, deverá garantir que o investidor toma uma decisão de investimento esclarecida quanto às suas características e dos riscos inerentes do PFC, quer seja evitando expressões suscetíveis de induzir o investidor em erro; quer fornecendo informação detalhada das características do instrumento financeiro, incluindo o alerta gráfico que mede o grau de risco associado, identificando as principais fontes de risco; quer fazendo advertências específicas

⁵⁴ O artigo 5.º, n. 1 do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, prevê que: “A entidade comercializadora do PFC deve assegurar a existência de um documento informativo intitulado «Informações Fundamentais ao Investidor» (IFI)”

⁵⁵ O artigo 6.º, do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, estipula no n.º 2 que: “A designação do PFC não deve confundir-se com a designação de outros produtos ou instrumentos, nem ser suscetível de induzir o investidor em erro” e no n. 3: “O título «Informações Fundamentais ao Investidor» e a expressão «Produto Financeiro Complexo» são claramente mencionadas no IFI, não devendo confundir-se com a designação do PFC a que o IFI respeita”

⁵⁶ Conforme estipulado no artigo 23.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2012

⁵⁷ *Vide* artigo 5.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2012 de 26 de novembro.

consoante o risco de perda total do capital investido; que, por último, explorando cenários e probabilidades de ganhos e perdas, se necessário através de simulações.

Assim o Regulamento n.º 2/2012 da CMVM divide os deveres de informação consoante sejam pré-contratuais, consagrados nos artigos 5.º a 17.º, contratuais, previstos no artigo 17.º, pós-contratuais, regulados nos artigos 18.º a 19.º devendo ainda ser prestada informação final, no prazo máximo de um mês sobre a data da cessação do PFC, conforme estipula o artigo 20.º. Note-se que os deveres de informação relativamente a estes instrumentos complexos, não prejudicam o estipulado nos artigos 312.º e ss. do CVM, no sentido que se exige ao intermediário financeiro, com base no princípio da boa fé, que após a celebração do contrato, a informação prestada deva ser contínua e não menos detalhada, nomeadamente sempre que se verifiquem alterações relevantes que impliquem um ganho para o investidor, que impliquem um encargo com o contrato, pelo que a informação deve ser sempre prestada em tempo útil.

PARTE II

CONTRATOS ALEATÓRIOS

5. Razão de Ordem

No vasto universo de tipologias contratuais existentes no ordenamento jurídico português, o presente estudo incide em específico sobre os contratos aleatórios. Tal escolha não é inocente. No âmbito do Direito dos Valores Mobiliários os contratos aleatórios têm sido tema de discussão, uma vez que dizem respeito a instrumentos financeiros que irão criar e expor as partes aos riscos próprios dos mercados de capitais.

Apesar de hoje em dia ser impossível ignorar um mercado à escala mundial, a verdade é que o ordenamento jurídico português, sem prejuízo de toda a evolução que tem alcançado, não possui um mercado tão poderoso e competitivo como as grandes potências económicas europeias e mundiais. Por muito que haja um movimento tímido, mas visível no sentido da standardização das práticas e dos instrumentos financeiros que são utilizados no mercado e ainda que exista uma regra geral de aplicabilidade de direta das normas europeias no nosso ordenamento jurídico, Portugal tem uma realidade jurídica e financeira própria que não pode ser ignorada nem pode ser aniquilada.

Assim analisaremos primeiramente os contratos aleatórios e, de seguida como podemos, através deles, receber instrumentos financeiros, como é o caso dos contratos de *swap*, aplicando-os de forma coerente e segura no nosso sistema jurídico-financeiro interno. Isto não significa desfigurar o contrato, mas garantir que os mecanismos jurídicos de defesa dos contraentes são aptos para garantir a segurança jurídica e económica em geral, bem como a proteção dos investidores e a defesa do mercado.

6. Os Contratos Aleatórios

Os contratos aleatórios são definidos como aqueles "onde há incerteza sobre o seu significado patrimonial para cada um dos contraentes; tem-se a expectativa de ganhar,

mas também se corre o risco de perder"⁵⁸. Envolve, portanto, uma *alea*, ou risco, para ambas as partes, ficando uma, ou ambas, as prestações na dependência de um facto futuro⁵⁹, ou seja, a possibilidade de ganho ou perda no negócio.

Para uma melhor compreensão deste tipo de contratos compete estabelecer a sua contraposição com os chamados contratos comutativos. Estes últimos, por oposição aos primeiros, são aqueles em que as prestações das partes são desde logo determinadas, não dependendo de qualquer ocorrência de qualquer facto futuro ou incerto⁶⁰.

Os contratos aleatórios devem ainda ser distinguidos dos contratos celebrados sob condição. Ambos são facilmente confundíveis já que quer um quer o outro dependem de uma incerteza futura, no entanto, distinguem-se na medida em que o contrato sob condição está subordinado a um evento futuro e incerto, de carácter suspensivo ou resolutivo. Se a condição for suspensiva, depende da ocorrência do evento futuro para produzir efeitos, caso a condição seja resolutiva, depende do evento futuro para deixar de produzir efeitos. Por sua vez, nos contratos aleatórios o contrato é planamente válido e eficaz, independentemente da ocorrência ou existência de determinado facto. O contrato vigora sobre a incerteza sobre o lucro ou prejuízo, sobre a quantidade da prestação e até mesmo sobre a sua existência⁶¹.

Quanto ao fundamento da natureza aleatória dos contratos aleatórios, Galvão Telles distingue dois tipos: por um lado existem aqueles em que “só uma das partes alcança um benefício”⁶², mas é incerto qual delas o aproveitará, pelo que cada um dos contraentes tem a expectativa de receber uma prestação. A isto se designa jogo e aposta (artigos 1245.º a 1247.º do Código Civil). Já no segundo tipo, “um dos contraentes suporta o sacrifício patrimonial certo em vista de uma atribuição incerta, que, todavia, a verificar-se, será ou poderá ser de valor superior; ou então há reciprocidade de atribuições, mas o valor de

⁵⁸ Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, 4ª Edição, Coimbra Editora, 2002, p. 483

⁵⁹ Neste sentido, vide Luís Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil, Vol. II, Fontes Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, Universidade Católica Editora, 5ª Edição Revista e Atualizada, 2010, p. 85

⁶⁰ Neste sentido, Luís Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil, Vol. II, Fontes Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, Universidade Católica Editora, 5ª Edição Revista e Atualizada, 2010, p. 85

⁶¹ Vide Alberto Pimentel Diniz de Souza, *Risco Contratual, Onerosidade Excessiva & Contratos Aleatórios*, Juruá Editora, Curitiba, 2015, p. 65

⁶² Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, 4ª Edição, Coimbra Editora, 2002, p. 483

ambas «ou de uma delas, não é conhecido antecipadamente e pode variar em função de determinado fator. Dentro desta categoria cabem os contratos como o seguro, a lotaria, o totobola, a *emptio speci* (artigo 880.º, n. 2 do Código Civil), a renda vitalícia (artigo 1238.º do Código Civil)”⁶³. Mais acrescenta o Autor que “a incerteza sobre o significado patrimonial do contrato tem de existir no momento da celebração do contrato, ainda que pouco depois venha a desaparecer; de contrário o contrato não possuirá carácter aleatório. Basta uma incerteza subjetiva a ambos os pactuantes”⁶⁴.

Carlos Ferreira de Almeida apesar de preferir adotar uma avaliação unitária⁶⁵ do risco nos contratos aleatórios, faz referência a uma separação bipartida dos contratos aleatórios em dois tipos, os *contratos de garantia* "que têm por finalidade a compensação de uma frustração" e os *contratos aleatórios puros ou de risco puro*, que são os contratos de jogo "em que se pretende um ganho sem contrapartida"⁶⁶. Ora esta divisão vai ao encontro daquilo que foi avançado por Galvão Telles, podendo chamar-se ao primeiro grupo contratos de risco puro, que comportam o jogo e aposta, atendendo que nestes casos o risco é endógeno e o custo é certo quanto à sua verificação, embora incerto sobre qual a parte em que recai. Quanto ao segundo grupo, que diz respeito aos contratos de garantia, onde se integram os contratos de seguro, esclarece o Autor que o risco é exógeno e, se o contrato for gratuito, a superveniência de um custo é apenas eventual.

Na verdade, cremos que esta separação bipartida, que é feita dentro dos próprios contratos aleatórios, se justifica porque nem todos os tipos de contratos aleatórios são válidos perante o Direito ou positivamente valorados pela própria sociedade. Ou seja, existe um fator de ordem jurídico-social que distingue os contratos aleatórios puros dos restantes, podendo-se mesmo, em certos casos, questionar a sua licitude. Exemplo dos primeiros são os contratos de seguro não vêm a sua licitude questionada, nem são negativamente valorados, quer de um ponto de vista social, quer do ponto de vista jurídico, pelo que se encontram enraizados e são aceites no sistema jurídico português. Exemplo

⁶³ Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, Coimbra Editora, 2002, p. 483

⁶⁴ Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, Coimbra Editora, 2002, p. 483

⁶⁵ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 157

⁶⁶ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 157

dos segundos são os contratos de jogo e aposta. Aliás, é o próprio artigo 1245.º do Código Civil que lhes faz referência ao estipular que o jogo e aposta não são contratos válidos nem constituem fonte de obrigações. Apesar de existirem exceções a esta norma, nomeadamente no artigo 1246.º e 1247.º do referido diploma legal, ainda assim, essas exceções são limitadas e são apenas fonte de obrigações naturais. Voltaremos ao tema a propósito deste tópico, no âmbito da avaliação da licitude dos contratos de *swap*.

Já para Carvalho Fernandes, os contratos podem fundar a sua natureza *aleatória* em 4 tipos de incertezas, a saber, i) a incerteza quanto à prestação a realizar (ex. Contrato de aposta); ii) incerteza quanto à realização de uma só das prestações (ex. Venda de bens de existência ou titularidade incerta, previsto no artigo 881.º do Código Civil); iii) incerteza quanto ao valor de uma das prestações (ex. Contrato de seguro de vida); iv) e incerteza quanto à realização e quanto ao valor de uma das prestações (ex. Contrato de seguro contra incêndio)⁶⁷.

Das posições doutrinárias expostas, podemos concluir que existem dois tipos de contratos aleatórios, os contratos *aleatórios puros*, onde se integram o jogo e aposta e os *contratos de garantia*, que englobam os contratos de seguro. Os primeiros são aqueles onde existe um grau de incerteza quanto à prestação a realizar, nos segundos é de incluir os outros três tipos de incertezas: a incerteza quanto à realização de uma só das prestações, a incerteza quanto ao valor de uma das prestações, e a incerteza quanto à realização e quanto ao valor de uma das prestações (correspondente às alíneas ii), iii) e iv) do parágrafo anterior). Feita esta categorização e distinção passemos ao estudo do cerne dos contratos: a *alea*.

6.1. A *Alea* e o Risco

A questão que aqui se coloca é de saber se a *alea* é a mesma coisa que o risco ou se, ao invés, são elementos distintos.

⁶⁷ Luís Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil, Vol. II, Fontes Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, Universidade Católica Editora, 5ª Edição Revista e Atualizada, 2010, p. 85

Ora, antes de mais deve ficar assente que o risco é transversal a todos os negócios jurídicos. Não existem negócios jurídicos que não comportem riscos, quer sejam maiores ou menores. Existe, por exemplo⁶⁸, risco de incumprimento, risco de se verificar a impossibilidade da prestação, risco de ocorrer o falecimento de um dos contraentes, pode, por isso, falar-se numa “esfera de *alea* normal dos contratos em geral, independentemente da sua natureza; e pode igualmente dizer-se que qualquer contrato implica a assunção de riscos pelas partes”⁶⁹.

No caso dos contratos aleatórios em geral, este é o elemento, por excelência, que os distingue e que os define⁷⁰, sendo de referir que “os contratos aleatórios são delimitados pelo risco (*alea*) de um dos contraentes ganhar ou perder na decorrência de um facto futuro e incerto”⁷¹. Estamos, por isso, perante um contrato aleatório sempre que o risco seja a sua causa constitutiva⁷² e que “os negócios aleatórios são negócios de risco, porque é o risco que dá ao negócio o seu sentido jurídico e que influencia o seu regime”⁷³. Podemos até acrescentar que em certos casos, como por exemplo o contrato de seguro, em que o risco é o próprio núcleo do negócio, se não existir risco também inexistente o fundamento e o interesse para a celebração daquele contrato⁷⁴.

Do exposto verifica-se que o contrato aleatório não pode ser considerado como tal, se não existiu um risco, tal como refere Menezes Cordeiro sucinta e eficazmente, o risco corresponde á “face negativa de uma *alea* considerável”⁷⁵.

⁶⁸ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 155

⁶⁹ Lebre de Freitas, *Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração das Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados - ROA, 2012 (Ano 72), n. 4, p. 941- 970, p. 959

⁷⁰ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 155 e 156

⁷¹ Luís Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil, Vol. II, Fontes Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, Universidade Católica Editora, 5ª Edição Revista e Atualizada, 2010, p. 85

⁷² M.J. Díaz Gomez, *El Contrato Aleatorio*, Granada, 2004, p. 121 *apud* Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 156

⁷³ Pedro Pais de Vasconcelos, *Teoria Geral do Direito Civil*, 5ª Edição, Lisboa, 2008, p. 449 *apud* Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, Reimpressão da 2.ª Edição de 2013, Almedina, 2017, p. 156

⁷⁴ Neste sentido, Margarida Lima Rego, *O Risco e as Suas Vicissitudes, in Temas de Direito dos Seguros*, MLGTS & Associados, Sociedade de Advogados, 2ª Edição, 2016, p.389

⁷⁵ Vide António Menezes Cordeiro, *Direito dos Seguros*, 2ª Edição Revista e Actualizada, Almedina, Janeiro 2016, p. 537

A *alea*, corresponde, assim, a um facto incerto quanto à sua verificação ou quanto ao momento dessa verificação⁷⁶, enquanto o risco não possui uma definição única, podendo corresponder-lhe os mais diversos sentidos técnicos⁷⁷. No âmbito do contrato de seguro, por exemplo, o risco corresponderá à possibilidade de verificação de um evento incerto que se consubstancia em dois elementos caracterizadores do risco: a *possibilidade* e o *desvalor*⁷⁸.

Neste sentido, não cremos que possa ser construída uma definição de *alea* sem considerar o risco. Em nosso entender, Maria Emília Teixeira faz uma construção bastante completa ao considerar que num contrato aleatório, “em que as partes conhecem e aceitam submeter-se a uma *alea*, a possibilidade de ganho ou perda pode ser influenciada por causas exteriores ao contrato e vão determinar as obrigações das partes, mas também pode ser influenciada por fatores que as próprias partes preveem no contrato. (...) A *alea* e o risco conferem ao contrato o próprio sentido do negócio, influenciando o seu regime e disciplina”⁷⁹.

Acrescentemos apenas a esta construção que dentro da “possibilidade de ganho ou perda”, em que a perda é o próprio risco, logo *alea* e risco não se confundem, mas, contratualmente, complementam-se e não podem ser considerados em separado.

Concluimos a este propósito que o contrato aleatório é um contrato ao qual corresponde uma *alea*, o que implica que uma ou ambas as prestações estejam sujeitas à possibilidade de alcançar um ganho ou sofrer uma perda, sendo que esta última corresponde ao risco, isto é, a face negativa da *alea*.

A este propósito, dir-se-á que qualquer contrato que assente na existência de risco e na sua variação, ou mesmo que crie um novo risco, deve ser considerado como um contrato aleatório, que por sua vez será aquele em que as partes se sujeitam a prestações, em que pelo menos uma delas não pode prever o desfecho da sua prestação, uma vez que

⁷⁶ Vide Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, Coimbra Editora, 2002, p. 483

⁷⁷ António Menezes Cordeiro, *Direito dos Seguros*, 2ª Edição Revista e Actualizada, Almedina, Janeiro 2016, p. 537

⁷⁸ Margarida Lima Rego, *Contrato de seguro e terceiros*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 69 ss.

⁷⁹ Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap - O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Almedina, 2017, p.55

existe uma possibilidade de obter um ganho, correndo sempre o risco de sofrer uma perda. Ainda que esse risco se encontre previsto no contrato, as suas consequências e efeitos podem não ser, de todo, expectáveis.

7. Os Derivados

Os derivados são verdadeiros contratos⁸⁰ e são verdadeiros instrumentos financeiros. Análise destes instrumentos financeiros será feita com o objetivo último de chegar ao contrato de *swap* que, por sua vez, é um derivado de balcão. Mas para já, fiquemos com a ideia-base de que os derivados são os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo, celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente⁸¹.

Através deste tipo de instrumentos pretende-se efetivar a transferência, para outra entidade, do risco que incide sobre um determinado ativo, mediante remuneração, ou seja, a entidade titular do crédito num contrato de mútuo, por exemplo, pagará uma determinada quantia à entidade que adquire o risco de crédito, cabendo a esta pagar determinado montante que compense a entidade titular do crédito, no caso de se verificar qualquer das situações cujo risco foi transferido por acordo entre as partes⁸². Facilmente se verifica que também os derivados são contratos que exigem a existência de um risco sobre o qual se irá especular ou diligenciar no sentido da sua proteção.

Enquanto instrumentos financeiros, os derivados, irão desempenhar essencialmente duas funções: a função de cobertura de risco, o chamado "*hedging*" e a função de especulação, também chamada "*trading*". No primeiro caso, os contratos serão utilizados pelos sujeitos de mercado no sentido de se protegerem das mais variadas oscilações que incidam sobre os ativos subjacentes, podendo, assim, falar-se na figura do seguro de crédito. No segundo caso, a especulação, ou "*trading*", à qual se fará melhor referência adiante, mas que, em termos genéricos, funciona como um mecanismo gerador

⁸⁰ Vide A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.199

⁸¹ Neste sentido, vide José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017, p. 163

⁸² Rui Ricardo da Pena, *CVM Anotado e Comentado*, 2ª Edição revista, atualizada e aumentada, Edição do Autor, 2016, p. 64

de lucro para os investidores, baseando-se meramente num jogo ou aposta sobre as evolução do valor dos ativos que circulam no mercado financeiro⁸³.

Pode existir ainda uma terceira modalidade funcional de instrumentos financeiros, qual seja, aquela em que estes têm uma função de arbitragem. Esta função permite aos sujeitos de mercado realizar aplicações financeiras lucrativas tirando partido das deficiências ou imperfeições dos mercados ou dos preços dos ativos subjacentes: por definição, a arbitragem explora as ineficiências ou as discrepâncias ("*mispricing*") entre dois preços ou mercados, pelo que os derivados constituem um dos mecanismos por excelência da sua realização⁸⁴.

Temos, pois, aquelas que são as três funções principais dos instrumentos derivados, sem prejuízo de, casuisticamente, os contraentes optarem por atribuir outras funções além destas, como é, por exemplo, o caso da função de alavancagem financeira, finalidades societárias, finalidades fiscais ou, ainda, finalidades contabilísticas⁸⁵.

Existem diversos tipos de instrumentos derivados que serão transacionados nos mercados, no entanto, antes de lhes fazermos referência, vejamos primeiramente, contudo, em que tipo de estruturas de negociação podem ser transacionados. A. Barreto Menezes Cordeiro indica as estruturas de negociação em que os derivados podem ser utilizados: o mercado de balcão; o mercado regulamentado; e o mercado de balcão sujeito a mecanismo de compensação financeira.⁸⁶

Assim, o mercado de balcão, ou *Over-the-Counter Market*, também denominado pela sigla OTC, corresponde ao mercado onde serão realizadas transações fora de bolsa. Os contratos serão celebrados mediante acordo entre as partes, ou seja, são contratos bilaterais em que há sempre um vendedor e um comprador, entre os quais se estabelece relação de clientela. Por sua vez, e ao invés, os mercados da bolsa de valores, ou mercado regulamentado, as transações sucedem de forma anónima e multilateral, estas estruturas

⁸³ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017, p. 169

⁸⁴ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017, p. 171

⁸⁵ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017, p. 171 e 172

⁸⁶ Neste sentido, vide A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.203

de negócio têm essencialmente uma função de fazer a ligação entre uma multiplicidade de interesses, estabelecendo a ligação entre vendedores e compradores dos mais diversos instrumentos financeiros.

Os instrumentos derivados encontram a sua consagração legal no artigo 2.º, n. 1, alíneas c) a f) do CVM, que faz referência e especifica os tipos de instrumentos derivados reconhecidos, e lhes confere a competente tipicidade jurídica ao qualificá-los como instrumentos financeiros, nos termos que se transcrevem:

“1 - O presente Código regula: (...) c) Os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito; d) Os contratos diferenciais; e) As opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: i) Valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira; ii) Mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes; iii) Mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transacionadas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto; f) Quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no artigo 39.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do mesmo regulamento”.

Podemos verificar que a norma refere vários tipos de contratos derivados, dentro dos quais faremos referência a três em específico, a saber, os contratos diferenciais, o contrato de futuros; e as opções e o contrato de *swap*, sendo que este último será analisado posteriormente com mais detalhe que os restantes devido às suas características específicas.

Os contratos diferenciais, ou CFD, nomenclatura derivada do inglês *Contracts of*

Difference, são aqueles que, celebrados entre duas partes, têm como base o resultado da diferença entre o valor de mercado do ativo subjacente no momento da celebração do contrato e o valor que aquele ativo virá a ter em data futura, previamente estipulada no contrato.

Os contratos diferenciais podem ter dois traços caracterizadores, um positivo e outro negativo. No primeiro caso o vendedor paga ao comprador aquela diferença, permitindo ao comprador proteger-se das subidas de preço. No segundo caso, se a diferença for negativa, isto é, se o preço cair, será o comprador a pagá-la ao vendedor, assim é o vendedor que se protege das descidas de preço. Estes contratos diferenciais revelam uma clara aleatoriedade no seu funcionamento na medida em que o investidor, através da exposição financeira do investidor, este fica sujeito à variação de preço de um ativo, sem a sua detenção, obtendo vantagens ou sofrendo as perdas resultantes da subida dos preços dos ativos subjacentes (as chamadas posições longas) ou da sua descida (as chamadas posições curtas)⁸⁷.

Os contratos de futuros, são definidos pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários como sendo um “contrato padronizado, reversível, de compra e de venda de uma dada quantidade e qualidade de um ativo (financeiro ou não) numa data futura específica, a um preço fixado no presente. Pelo contrato de futuros, o comprador fica vinculado ao pagamento do preço acordado e o vendedor fica vinculado à entrega do ativo nas condições acordadas. Os contratos de futuros podem ser objeto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do ativo na data da liquidação)”⁸⁸. Os contratos de futuros podem, portanto, ser considerados contratos diferenciais na medida em que atribuem o direito ao recebimento da diferença entre o valor inicial de um bem e o seu valor em data posterior, ou implicar a entrega do bem em data futura⁸⁹.

⁸⁷ Vide, Informação da CMVM relativa ao Glossário de Termos Relativos a Instrumentos Financeiros, constante no site www.cmvm.pt, *apud*, Nuno Ricardo da Pena, *CVM Anotado e Comentado*, Nuno Ricardo da Pena Editor, 2ª Edição, revista, atualizada e aumentada, 2016, p. 64

⁸⁸ In www.cmvm.pt > Sistemas de difusão de informação > Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros, consultado em julho de 2018.

⁸⁹ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II. Conteúdo. Contratos de Troca*, 2007, *apud* Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Edição, Almedina, 2016, p. 195

A opção corresponde a um direito, sem qualquer obrigação, de adquirir ou dispor de um bem ou, ainda, a celebrar um contrato no futuro⁹⁰. Este direito de opção nasce do chamado contrato de opção, que se encontra previsto no artigo 2.º, n. 1, al. e) do CVM. É definido pela Comissão de Mercado dos Valores como um “contrato que atribui um direito de aquisição (opção de compra)⁹¹ ou alienação (opção de venda) de um ativo (ativo subjacente) a um dado preço (preço de exercício). O vendedor assume, assim, a obrigação de vender (se a opção for de compra) ou comprar (se a opção for de venda)⁹² o ativo. O comprador fica com o direito, mas não a obrigação, de comprar (se a opção for de compra) ou de vender (se a opção for de venda) o ativo. A assimetria de direitos e obrigações entre vendedor e comprador tem como contrapartida o pagamento de um preço (prémio) pelo comprador ao vendedor”⁹³.

8. O Contrato de *Swap*

Designam-se contratos de *swap* (troca ou permuta), os contratos nominados⁹⁴ pelos quais as partes se obrigam ao pagamento recíproco futuro de duas quantias pecuniárias, numa ou várias datas pré-determinadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo monetário subjacente, geralmente na determinação da taxa de câmbio ou de juro⁹⁵.

8.1. Contextualização Histórica

Os contratos de *swap* surgiram logo no início da década de 80, mais concretamente em 1981, foi efetuado o primeiro *swap* de divisas, ou *currency swap*, entre o Banco Mundial e a IBM, tendo por intermediário financeiro o banco Salomon Brothers. Este negócio consistiu na troca de moeda, permitindo à IBM obter marcos alemães e francos suíços, propriedade do Banco Mundial, uma vez que tinha interesse em obter

⁹⁰ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Edição, Almedina, 2016, p. 196

⁹¹ Expressão proveniente do termo anglo-saxónico *call option*

⁹² Expressão proveniente do termo anglo-saxónico *put option*

⁹³ In www.cmvm.pt > Sistemas de difusão de informação > Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros, consultado em julho de 2018.

⁹⁴ Previstos no artigo 2.º, n. 1, al. e) do CVM

⁹⁵ Neste sentido *vide* José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017, p. 217

moeda europeia “para financiar as suas operações na Alemanha e na Suíça, sem ter de recorrer diretamente aos mercados financeiros daqueles países”⁹⁶.

Como relembra João Cantiga Esteves, “o primeiro *swap* de taxa de juro, que terá ocorrido, em 1981, em Londres, com a permuta de fluxos financeiros indexados a uma taxa variável LIBOR (sigla para *London Interbank Offered Rate*) por fluxos financeiros determinados a uma taxa de juro fixa. De imediato, os *swaps* de taxa de juro foram introduzidos também nos EUA e a sua utilização caracterizou-se por um crescimento muito significativo e rápido, quer em termos dos volumes de *swaps* transacionados quer nos valores “nacionais” subjacentes aos respetivos contratos”⁹⁷

Apesar de ser uma realidade recente os *swaps* mostraram ser tão lucrativos, neste mercado em crescimento, que se verificou uma explosão da sua utilização para o investimento financeiro.

No contexto dos diversos sistemas jurídicos dentro da União Europeia, parece que a questão da legalidade e aceitação dos *swaps* não se coloca, sendo aceites como instrumento financeiro válido e utilizado vivamente pelas diversas instituições bancárias e pelos mercados financeiros. No entanto, no sistema jurídico português, os *swaps* têm sido tema de alguma discussão doutrinária e também jurisprudencial, onde surgem posições e decisões antagónicas, passíveis de gerarem um clima de insegurança jurídica no que concerne o investimento neste tipo de instrumentos. Pode mesmo afirmar-se que o clima de desconfiança se instalou principalmente como uma consequência da crise financeira de 2008 que se fez abater sobre os mercados mundiais e que abalou em grande escala a economia portuguesa.

8.2. Forma

Os contratos de *swap* são considerados instrumentos financeiros que comportam

⁹⁶ João Cantiga Esteves, “Contratos de *Swap* Revisitados”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n. 44, Abril 2013, p. 71-84, p.72; e <http://treasury.worldbank.org/Chronology-of-World-Bank-in-Capital-Markets.pdf>, p. 9

⁹⁷ João Cantiga Esteves, “Contratos de *Swap* Revisitados”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n. 44, Abril 2013, p.71-84, p.72

alguma complexidade consoante o tipo de *swap* que se pretende a efetuar. A forma baseia-se na no interesse e na liberdade contratual das partes que, regra geral, tem revestido a forma escrita voluntária, prevista no artigo 222.º do Código Civil⁹⁸. A verdade é que os contratos de *swap* têm sido estudados profundamente pela ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), criada em 1985. Esta associação, sediada em Nova Iorque, Estados Unidos da América, atenta às evoluções das mais diversas contratações de *swaps* a nível internacional, produziu em 2002 um documento, denominado *Master Agreement*, que contém regras padronizadas de construção, execução dos contratos de *swap*, funcionando quase como um código internacional contendo os traços gerais da elaboração dos contratos de *swaps*.

Refira-se que a maior parte da doutrina considera o *Master Agreement* da ISDA como um “contrato-quadro”, com exceção de Calvão da Silva para quem o ‘Master Agreement’ desempenha mais a função de ‘contrato-normativo, uma vez que vem “estabelecer um conjunto de regras de contratos futuros livre e voluntariamente firmados pelas partes que o subscreveram”⁹⁹.

Se é certo que este documento não é vinculativo, é no entanto, inegável que o crescimento da padronização destes contratos é bastante visível, crescimento esse que, cremos, se justifica por duas razões, em primeiro lugar porque permite uma agilização do processo de contratação, quer ao nível de celeridade, que ao nível da economização de meios técnico-jurídicos na sua elaboração e em segundo por questões de compatibilidade quer com outras instituições financeiras portuguesas, quer internacionais, ou seja, em princípio será mais fácil identificar o contrato em causa, sendo elaborados numa estrutura de cláusulas contratuais gerais e, por conseguinte, encontrando-se sujeitos ao regime legal consagrado no Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de Outubro)¹⁰⁰.

Por fim, resta referir que o contrato de *swap* enquanto instrumento financeiro previsto no Código dos Valores Mobiliários também assume forma de cláusulas contratuais gerais, por força do artigo 321.º daquele código. Com efeito ali se estipula, no

⁹⁸ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017. p.224

⁹⁹ João Calvão da Silva, “*Swap* de Taxa de Juro: Sua Legalidade e Autonomia e Inaplicabilidade da Exceção do Jogo e Aposta”, in RLJ, Ano 142, n.º 3979, p. 256

¹⁰⁰ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª Edição, Almedina, 2017. p.224

n.º 1, que “Os contratos de intermediação financeira relativos aos serviços previstos nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º e a) e b) do artigo 291.º e celebrados com investidores não qualificados revestem a forma escrita e só estes podem invocar a nulidade resultante da inobservância de forma”, mais acrescenta aquele artigo, no n. 2, que os contratos de intermediação financeira podem ser celebrados com base em cláusulas contratuais gerais e ainda que aos contratos de intermediação financeira ser-lhes-á aplicado o regime das cláusulas contratuais gerais, tornando-se um mero contrato de adesão¹⁰¹ em que o investidor rá apenas aderir ao contrato que lhe for apresentado pelo intermediário financeiro.

Neste sentido, parece ser possível afirmar que os contratos de *swap* beneficiarão de forma escrita, pelo menos para os investidores não qualificados, sob pena de nulidade¹⁰², e podem ser celebrados com base em cláusulas contratuais gerais¹⁰³, sendo certo que estarão submetidas ao seu regime¹⁰⁴ aprovado pelo Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de Outubro, Lei das Cláusulas Contratuais Gerais. Nos casos concretos, em que o contrato tenha sido celebrado com investidor qualificado, não revestindo forma de cláusulas contratuais gerais, há que aferir se há um regime específico ou normas positivadas no Código dos Valores Mobiliários que estipulem o regime aplicável a esses contratos. Por fim, não havendo nenhuma norma expressa, há que recorrer aos princípios do Direito dos Valores Mobiliários e do Direito comum.

8.3. O Contrato de *Swap* Enquanto Contrato Aleatório

Em primeiro lugar o *swap* é um contrato aleatório apesar de várias tentativas de o identificarem como um contrato comutativo de prestações certas, numa tentativa de aproximação ao contrato de permuta com o fundamento de que através da contratação do *swap* se pretende ganhar estabilidade face às oscilações do mercado financeiro, e de que ambas as partes determinam previamente as prestações e obrigações a que ambas ficarão adstritas¹⁰⁵.

¹⁰¹ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p. 219

¹⁰² Vide artigo 321.º, n. 1 do *CVM*

¹⁰³ Vide artigo 321.º, n. 2 do *CVM*

¹⁰⁴ Vide artigo 321.º, n. 3 do *CVM*

¹⁰⁵ Neste sentido vão alguns autores estrangeiros de entre os quais se referência Ortiz, M., in *La Nature Juridique des Opérations de Swap*, in *Mémoire Banque de France*, Junho 1984, *apud* Maria Clara Calheiros,

Pierre-Antoine Boulat e Pierre-Yves Chabert, defendem que "o que as partes verdadeiramente visam através da celebração do contrato é a alteração da natureza da *alea* a que estão sujeitas, face à volatilidade dos mercados financeiro e monetário. O *swap* oferece ao operador uma *alea* mais favorável do que aquela a que ele se encontra submetido por força do mercado. Assim, os operadores no *swap* de cobertura de risco procuram submeter-se a uma *alea* simétrica àquela a que estão sujeitos para que se anulem os efeitos desta última; no *swap* de arbitragem, procuram uma *alea* mais favorável; e, por fim, no *swap* de especulação, buscam a *alea* em si mesma"¹⁰⁶.

Também neste sentido conclui Paulo Mota Pinto, para quem os contraentes, ao celebrarem um contrato de *swap*, têm o seu foco na *alea* do contrato que corresponde ao risco das oscilações de mercado e a possibilidade de ganhar ou perder neste ambiente. Considera o Autor que a *alea* e o risco são criados pelo próprio contrato com base na seguinte ordem de razões: o contrato é um contrato celebrado a longo prazo; o valor das prestações acordadas será definido consoante as flutuações dos mercados, logo, são as próprias partes que pretendem submeter-se ao risco e todo o contrato funcionará em torno do risco¹⁰⁷.

A verdade é que o *swap* é um contrato, cuja função não é meramente de exposição à *alea* e ao risco, provenientes das alterações de mercado, mas também é destinado à proteção dessas oscilações. Assim o contrato de *swap* é aleatório, não só por criar o risco, mas por expor o investidor ao risco do mercado de forma protegida ou até a conseguir obter algum ganho através de um risco mais controlado.

"O Contrato de *Swap*", *STVDIA IVRIDICA* 51, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 88 e ainda António Pereira de Almeida, "Instrumentos Financeiros: Os *Swaps*", in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, p. 37-70

¹⁰⁶ Pierre-Antoine Boulat e Pierre-Yves Chabert, *Les Swaps, Technique contractuelle et Régime Juridique*, Masson, Paris, 1992, *apud* Maria Clara Calheiros, "O Contrato de *Swap*", *STVDIA IVRIDICA* 51, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 89

¹⁰⁷ Neste sentido, *vide* Paulo Mota Pinto, "Contrato de *swap* de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a razão de contratar", in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 143, n. 3987, Julho/Agosto 2014, p. 391-413

8.4. O Contrato de *Swap* Enquanto Derivado

Qual a relevância da caracterização jurídica do *swap* como um contrato derivado? O *swap* "é derivado porque deriva de outro contrato que lhe é subjacente, está o valor do primeiro intimamente relacionado com o valor do segundo, por exemplo um *swap* de taxa de juro deriva de um mútuo que lhe é subjacente"¹⁰⁸. Tanto o é que o *swap* tem sido o derivado de balcão mais comercializado. Um ponto a reter é que apesar da existência de uma ativo subjacente, a verdade é que o *swap* é um contrato autónomo, ou seja, não está dependente do contrato que lhe "serve de base". Como relembra, e bem, Carlos Ferreira de Almeida, "os contratos de *swap*¹⁰⁹ são autónomos em relação aos contratos de financiamento ou de compra e venda subjacentes, mas a autonomia (isto é, a ininvocabilidade de exceções provenientes de relação subjacente) não se confunde com abstração, que consiste na compatibilidade da validade do ato com a omissão de causa, compreendida como função económico-social. A abstração determina sempre a autonomia, mas pode haver autonomia negocial sem abstração"¹¹⁰.

Posto isto, vejamos as funções do *swap* enquanto derivado. Tal como referimos anteriormente, os derivados têm essencialmente três funções: função de cobertura de risco, função especulativa e função de arbitragem.

Enquanto derivado, o contrato de *swap* não é um contrato que existe *per se*. O *swap* estará, ou deverá estar associado a um montante ou valor de outro contrato, ou bem, que lhe serve de base, na maioria dos casos será um contrato de mútuo, ou uma hipoteca. Assumindo que, por exemplo, sobre aquele mútuo, a instituição de crédito pode aplicar até três taxas de juro, se pelo menos uma destas taxas de juro for variável, o risco das suas oscilações no mercado é criado na esfera jurídica do investidor. O contrato de *swap* vai reduzir o risco da variação das taxas de juro, protegendo o investidor do risco anteriormente assumido; vai abrir ocasião ao investimento, através de taxas de juro mais atrativas; e/ou gerar especulação sobre as taxas de juro praticadas no mercado¹¹¹. Tais

¹⁰⁸ Hélder Mourato, *O contrato de Swap de Taxa de Juro*, Almedina, 2014, p.18

¹⁰⁹ Itálico nosso

¹¹⁰ Carlos Ferreira de Almeida, "Swaps de Troca e Swaps Diferenciais", in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. I, Agosto de 2015, p. 11-22, p. 12

¹¹¹ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p. 216

funcionalidades não podem ser legitimadas se não existir um ativo subjacente que as justifique, pois é o valor do negócio que lhe serve de base que irá determinar as taxas de juro a aplicar. Neste sentido, acompanhamos o entendimento de Oliveira Ascensão de que os *swaps*, enquanto derivados de balcão carecem de uma "causa que os sustente"¹¹², e esta é a própria lógica e o propósito da análise do *swap* enquanto derivado. do produto derivado.

No entendimento de Paulo Mota Pinto, o *swap* (falando na modalidade do *interest rate swap*) é um instrumento financeiro derivado, não porque derive ou resulte do valor de um ou outro negócio subjacente, um mútuo, por exemplo, que pode nem existir, mas antes porque o seu valor deriva das alterações de uma variável aplicada a um montante nominal¹¹³, real ou hipotético, variável, ou seja, uma taxa de juro variável. O contrato de *swap* é independente das relações jurídicas que as partes tenham com terceiros, desde logo por aplicação do princípio geral do efeito relativo dos contratos, disposto no artigo 406.º, n. 2 do Código Civil. Assim, o derivado faz depender o *swap* da evolução do valor de outros subjacentes, ou seja, o valor das taxas de juro aplicadas ao montante nominal acordado. Aqui revela-se a autonomia do *swap* relativamente a tais montantes porque a existência de um ativo ou de um passivo subjacente ao valor nominal é vista como uma questão externa ao contrato de *swap*. O que se pretende é apenas a motivação das partes para contratar.¹¹⁴

Do exposto e da apreciação das qualificações do *swap* enquanto contrato aleatório e derivado, verifica-se que o *swap* é um contrato criador de risco, uma vez que consubstancia uma vertente especulativa. Face a este elemento, deve ser feita uma análise ao caso concreto, a realizar pelo aplicador da lei, pois importa que se verifique qual o tipo de *swap* em causa e as cláusulas do contrato, bem como aferir e provar o verdadeiro intuito das partes ao celebrarem o contrato de *swap*, se era de cobertura de risco, de

¹¹² Neste sentido, *vide* José de Oliveira Ascensão, "Derivados", Direito dos Valores Mobiliários, Separata do Volume IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2003, p. 41 a 68

¹¹³ De acordo com o glossário da CMVM, o valor nominal, ou capital nominal (*notional principal amount*), corresponde ao capital de referência (ou montante teórico) de um instrumento derivado, *in* www.cmvm.pt Home > Sistemas de Difusão de Informação > Produtos Financeiros Complexos > Glossário de Termos Relativos a Instrumentos Financeiros, consultado em julho de 2018

¹¹⁴ Paulo Mota Pinto, "Contrato de *swap* de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar", *in* *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 143, n.º 3987, Julho-Agosto, 2014, p. 391-413, p. 402

exposição a novo risco ou ambos¹¹⁵. Caso o interesse das partes seja apenas especular e a base da qual deriva o contrato de *swap* seja fictícia, então há que questionar a validade desse contrato, por ser um contrato meramente especulativo caindo no âmbito do jogo e aposta.

8.5. Tipologias de Contratos de *Swap*

Os *swaps* podem assumir diversos tipos, consoante a natureza do seu objeto. Assim, podem ser: unidades monetárias (*currency swaps*); taxas de juro (*interest rate swaps*); taxas de câmbio (*exchange rate swaps*); incumprimento ou outros eventos relacionados com a concessão de crédito (*credit default swaps*); *equity swaps*, entre outros¹¹⁶. Os contratos de *swap* podem assumir as mais diversas variantes negociais, quer seja uma variante do próprio *swap*, como é o caso dos designados *swaps* exóticos (*zero-coupon swaps*; *roller-coaster swaps*; *indexed and floating principal swaps*; *forward start swaps*; *collapsible swaps*; *amortising swaps*; *accreting swaps* ou *set-up swaps*; *equity swaps* ou os *commodity swaps*)¹¹⁷, quer seja uma combinação entre o *swap* e outros instrumentos financeiros, como é o caso dos designados *swaps* híbridos¹¹⁸. Não sendo possível, no âmbito de um trabalho desta natureza, fazer uma apresentação exaustiva de todos os modelos de contrato de *swap*, limitamos a análise àqueles cuja comercialização é mais comum, a saber: os *currency swaps* e os *interest rate swaps*.

Os *swap* de divisas, ou *currency swaps*, também conhecidos como os primeiros contratos de *swap* a serem celebrados¹¹⁹, são aqueles em que “as partes acordam permutar ou trocar entre si quantias pecuniárias expressas em duas moedas diferentes, calculadas mediante a aplicação de uma taxa de câmbio predeterminada: estes contratos podem implicar meramente a troca do capital ou envolver simultaneamente a troca de juros periódicos, a qual pode ser realizada a taxa fixa para ambas as partes, a taxa fixa para uma das partes e taxa variável para outra, ou a taxas variáveis, embora indexadas a diferentes

¹¹⁵ Vide, Maria Clara Calheiros, “O Contrato De *Swap* No Contexto Da Atual Crise Financeira Global”, in *Cadernos de Direito Privado*, n.º 42, Abril/Junho 2013, p.3-13, p. 5

¹¹⁶ Pedro Boullosa Gonzalez, “Interest Rate *Swaps*: Perspectiva Jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n. 44, Abril 2013, p. 10-28, p. 13

¹¹⁷ Para melhor esclarecimento sobre estes tipos de *swap*, vide Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap - O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Almedina, 2017, p. 224 a 227

¹¹⁸ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.227

¹¹⁹ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.225

referenciais, para ambas as partes”¹²⁰. Assim, “o mutuário num empréstimo em determinada divisa, querendo a aquisição de divisa diferente, aceita entregar a outra entidade os montantes mutuados contra a entrega pela outra parte da divisa pretendida”¹²¹. Dentro desta modalidade deve estabelecer-se a distinção entre dois tipos de contrato, a saber, os *currency swaps* simples e os *cross-currency swaps*, sendo que os primeiros correspondem aos *swaps* de divisas em que há mera troca de capital e os segundos, os *swaps* de divisas, que envolvem simultaneamente a troca de juros periódicos¹²². Por sua vez, estes últimos, os *cross-currency swaps* podem ainda subdividir-se em três modelos distintos de troca: i) com a troca de uma taxa fixa para ambas as partes (*fix to fix swap*); ii) a troca implica que uma das partes suporte uma taxa de juro fixa e outra parte assume uma taxa variável (*circus swap*); iii) com a permuta de uma taxa variável para ambas as partes (*floating to floating swap*).

A modalidade do *interest rate swap*, ou permuta de taxa de juro, é o contrato de *swap* que tem sido mais comercializado no mercado, “as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas numa moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis: estes contratos podem também, por seu turno, revestir duas variantes fundamentais, consoante o cálculo dos juros de uma das partes se realiza a taxa fixa e o da outra a taxa variável ou mediante a aplicação a ambas as taxas variáveis definidas em bases distintas”¹²³. Engrácia Antunes completa esta definição concretizando que os primeiros se referem aos chamados *Plain Vanilla Swap*, enquanto os segundos correspondem aos *Basis Rate Swaps*.

Antes de avançar, faremos uma pequena, mas importante referência, a respeito dos *swaps* híbridos. Assim, existem três aplicações financeiras que podem ser adicionadas aos contratos de *swap* e que, em nossa opinião, permitem um melhor controlo do risco proveniente da especulação. Referimo-nos aos *caps*, *floors* e *collars*, que são aplicações

¹²⁰ Acórdão do STJ, de 10/10/2013, Relator Granja da Fonseca, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, in www.dgsi.pt

¹²¹ António De Macedo Vitorino, “Estudo Sobre A Permuta De Divisas E De Taxas De Juro (“Swaps”)” “Revista da Banca”, n.º 40, Outubro/Dezembro 1996, p. 114 e 115, citado pelo Acórdão do STJ de 29/01/2015, Relator Bettencourt de Faria, processo, n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1

¹²² José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017, p.225 e 226

¹²³ Vide, Acórdão do STJ, de 10/10/2013, Relator Granja da Fonseca, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, in www.dgsi.pt; José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017, p. 226

que podem ser adicionadas ao contrato de *swap* e que têm em comum o facto de serem “contratos a prazo sobre taxas de juro que conferem a uma das partes o direito e/ou obrigação de receber e/ou efetuar o pagamento do diferencial entre a taxa de referência e um determinado limite percentual máximo e/ou mínimo previamente fixado, contra o pagamento e/ou recebimento de um prémio”.¹²⁴

Assim definidos, estes contratos podem ser enquadrados na figura, prevista na ordem jurídica portuguesa sob a forma dos “contratos a prazo” sobre taxas de juro, a que aludem as alíneas e) e i) do n. 1, do artigo 2.º do CVM. Assim, o *cap* corresponde ao contrato em que o vendedor, durante determinado período de tempo e mediante pagamento de prémio, se compromete a cobrir ou suportar o eventual diferencial entre a taxa de juro variável (aplicável ao empréstimo contraído) e a taxa limite garantida que tenha sido ultrapassada no mercado (*cap* ou teto).¹²⁵

Os *floor*, são o contrato pelo qual o vendedor, mediante contrapartida pecuniária, se compromete perante o comprador a pagar-lhe o eventual diferencial entre a taxa de juro variável (aplicável ao empréstimo contraído) e uma taxa de mercado que tenha descido abaixo de determinado patamar mínimo garantido (*floor* ou base).¹²⁶ Podemos verificar que os *cap* providenciam uma proteção extra ao assegurar os mutuários perante a subida das taxas de juro variáveis, por seu turno, os *floor* providenciam proteção aos mutuários perante descidas das taxas de juro variáveis.

Por último, os *collar*, correspondem à aplicação de um *cap* e de um *floor* no mesmo derivado, neste caso, no mesmo contrato de *swap*, ou seja, uma parte vende à contraparte um *cap* e esta, por sua vez, vende àquela um *floor*.¹²⁷

8.6. Da Validade dos Contratos de *Swap*

Os contratos de *swap* têm visto a sua validade questionada no nosso direito interno devido à sua finalidade especulativa. Como refere Carlos Ferreira de Almeida,

¹²⁴ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.249

¹²⁵ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.250

¹²⁶ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.250

¹²⁷ José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 3ª Edição, 2017. p.251

relativamente aos contratos de *swap* diferenciais, “os *swaps* evoluíram de modo a abranger, além da finalidade originária (satisfação de necessidades complementares), também outras finalidades (cobertura de risco e especulação) e, além da referência originária estrita a passivos financeiros das partes, também a referência a outros bens, designadamente ativos financeiros e mercadorias. A ampliação foi mesmo ao ponto de admitir referências meramente nocionais, isto é, construídas exclusivamente para a delimitação das obrigações contratuais das partes, sem menção de (e sem relação direta e concreta com) obrigações ou créditos perante terceiros. Em consequência, nalgumas modalidades de *swap*, as obrigações recíprocas foram substituídas por uma só obrigação de pagamento pela parte em desfavor da qual se verifique a diferença entre os valores que, no vencimento, teriam as obrigações recíprocas”¹²⁸.

E mais acrescenta este Autor que “os *swaps* passaram a ser, na sua esmagadora maioria, contratos diferenciais, *swap* diferencial é o contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar à outra a diferença em seu desfavor, apurada pela comparação entre os valores das obrigações ou dos créditos, reais ou nocionais, de cada uma das partes numa data inicial e os respetivos valores numa data futura ou em sucessivas datas”¹²⁹.

Daqui só resulta uma conclusão: a validade do contrato de *swap* pode ser posta em causa quer pelo carácter aleatório, quer pelo carácter de derivado. Por um lado, porque a *alea*, ainda que permitida, representa um primeiro entrave no que concerne a falta de validade e reconhecimento do jogo e aposta no nosso ordenamento jurídico, devido ao seu carácter especulativo que, inclusive, rasa com os limites da constitucionalidade, como adiante se verá, por outro lado, enquanto derivado, quando o negócio subjacente corresponda a um valor nocional, puramente fictício, estaremos, também, perante um contrato puramente especulativo. Assim, quer uma característica quer outra, nos levam a um ponto comum: a especulação.

Entendemos que a especulação sobre um valor existente, corresponde a um investimento em algo concreto que merece tutela jurídica, no entanto, investir sobre um

¹²⁸ Carlos Ferreira de Almeida, *Swaps de Troca e Swaps Diferenciais*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Agosto de 2015, p. 13

¹²⁹ Carlos Ferreira de Almeida, *Swaps de Troca e Swaps Diferenciais*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Agosto de 2015, p. 13

valor fictício, nada mais é que a mera aposta ou especulação na sua condição mais pura, sem que haja uma relação subjacente, então também nada parece haver digno de proteção jurídica. Ainda assim, nos parágrafos que se seguem, cumpre dar resposta a duas perguntas: Será que o contrato de *swap* pode ser equiparado ao jogo e aposta? Em que medida a especulação afeta a sua validade?

8.6.1. *Swaps* e Especulação

Não pode deixar de ser abordada a questão da especulação no contrato de *swap*, uma vez que é um dos fundamentos mais utilizados para alegar a invalidade deste contrato.

A especulação é definida no glossário da CMVM como a “assunção de posições curtas ou longas num ativo em função das expectativas do agente económico. Um especulador que espere a subida do preço do ativo assume uma posição longa nesse ativo e um especulador que espere uma descida do preço assume uma posição curta no ativo. A especulação conduz a ganhos quando a expectativa se confirma, e origina perdas quando a evolução dos preços é diferente da perspectivada. Assim, a especulação, ao contrário da arbitragem e da cobertura de riscos, implica a assunção de riscos”¹³⁰.

Com efeito o Supremo Tribunal de Justiça, no seu acórdão de 29/01/2015, apurou este conceito, definindo a especulação como a “exposição deliberada e consciente às incertezas do mercado com intenção de alcançar benefício económico (...) que se verifica sempre que se encontre um derivado numa espécie de "vácuo financeiro", ou seja, sem estar envolvido numa relação subjacente que se refira a determinada variável económica”¹³¹.

Desta última podemos identificar dois importantes elementos: o primeiro é a aleatoriedade, porquanto implica uma exposição deliberada ao risco (parte negativa da *alea*), ainda que a intenção seja de alcançar um benefício económico (parte positiva da

¹³⁰ In www.cmvm.pt > Sistemas de difusão de informação > Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros, consultado em julho de 2018

¹³¹ Acórdão do STJ de 29/01/2015, Relator Bettencourt Faria, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, in www.dgsi.pt

alea); o segundo é a derivação, porque deriva de um valor puramente fictício o que equivale a dizer que não existe qualquer tipo de relação subjacente.

Esta definição permite-nos aproximar do motivo pelo qual a especulação não pode ser livremente aceite no nosso ordenamento jurídico, a pessoa que pretende alcançar um benefício económico tem de previamente efetuar determinado investimento, mas só pode investir se tiver meios para investir, por sua vez, o especulador que pretende alcançar o mesmo benefício económico, mas pratica um ato especulativo, nada investe, nem suporta qualquer custo. As próprias ciências económicas assentam num pressuposto-base que corresponde à regra do custo-benefício segundo a qual se faz um juízo de comparação entre os lucros e os custos de determinada decisão económica, pelo que a melhor decisão será aquela em que há maximização do lucro ao menor custo possível, mas note-se que a própria economia reconhece a existência de um custo para que seja alcançado o referido benefício económico. Pergunta-se, será que o investidor e o especulador são igualmente merecedores da mesma proteção jurídica? Parece-nos que aceitar a especulação sem peso nem medida, equivale à promoção da injustiça e da desigualdade que atenta contra os princípios e valores que formam as sociedades onde impera o Estado de Direito Democrático.

Concretamente, no caso nacional, decorre do artigo 99º, c) da CRP, que “são objetivos da política comercial (...) c) O combate às atividades especulativas e às práticas comerciais restritivas”, facilmente se conclui pela desvalia da especulação e pela sua contrariedade à ordem pública, e, portanto, à eventual nulidade dos atos especulativos, por força do disposto no artigo 280º, n.º 1 do CC. A questão que se coloca é de saber se esta é consequência obrigatória em todos os casos, ou, pelo contrário se pode admitir a atividade especulativa e em que medida.

Creemos que a especulação não traz só desvantagens, mas também pode ser vantajosa para os mercados. Ainda que a total liberdade especulativa possa levar a efeitos devastadores, quer para os investidores quer para os mercados, a verdade é que a sua total proibição faz parar os mercados. A especulação revela o seu carácter útil enquanto meio de dinamização do comércio jurídico nas sociedades em que a matriz é a economia de mercado, garantindo a sua fluidez e promovendo o desenvolvimento económico e, por arrasto, a sua eficiência. De facto, como refere Calvão da Silva a especulação é o "sal do

mercado e "adrenalina" dos criadores do mercado", uma vez que a especulação pode ser considerada como o motor dos mercados financeiros e é inerente a grande parte dos instrumentos financeiros aí transacionados.

A doutrina tem-se dividido quanto à aplicabilidade deste regime aos contratos de *swap*. Para Paulo Mota Pinto, a especulação é o reverso da medalha da função de cobertura do risco que caracteriza o *swap*. Não se pode confundir a especulação que busca a *alea* em si mesma, independentemente de qualquer outro motivo que o sustente ou explique, e a especulação que se reconduz à correspondente geração de proveitos a partir de simples aplicação de uma determinada taxa vigente num certo momento a um valor nominal.¹³² Não poderá, então, ser aceite a criação de riqueza pela via da especulação pura.

Também A. Barreto Menezes Cordeiro, parecer ser do entendimento de que há efetivamente uma forte tendência no sistema jurídico nacional para não aceitação da especulação, de modo que os contratos de *swap* meramente especulativos, que não cubram qualquer tipo de risco, encontram-se descaracterizados das suas funções e violam o artigo 99º, al. c) da CRP, assim como violam o princípio da ordem pública, estando feridos de nulidade nos termos do artigo 280º do CC.¹³³

Por sua vez, Ferreira de Almeida, faz uma separação entre contratos de *swap* de troca e contratos de *swap* diferenciais, entendendo que só os segundos são comparáveis ao jogo e aposta. No entanto, o Autor verifica que, ainda assim, os *swaps* diferenciais, em que prevalece a especulação e que até podem ser puramente especulativos, são juridicamente válidos. E são-no porque existe “um imperativo do direito comunitário, no caso, o anexo I, secção C, da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004¹³⁴, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF), que,

¹³² Acórdão do STJ de 29 /01/2015, Relator Bettencourt Faria, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1 i n www.dgsi.pt

¹³³ “Confrontando a pura especulação viabilizada pelos contratos dos autos com os princípios e valores prevalentes na nossa sociedade (ainda que interpretados atualisticamente), ponderando as desutilidades sociais e económicas que aqueles são aptos a gerar e rememberingo o que evolva do artigo 99.º, al. c) da Constituição da República Portuguesa, facilmente se alcança a sua desvalia face a esses valores cogentes e ao bem comum, o que autoriza que se conclua pela sua contrariedade à ordem pública e, consequentemente, pela sua nulidade (n.º 2 do artigo 280º do Código Civil).”, in, Acórdão do STJ, de 29-01-2015, Relator Bettencourt De Faria, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, fonte www.dgsi.pt

¹³⁴ Revogada pela Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, -

no elenco de instrumentos financeiros, inclui contratos diferenciais e *swaps*, com diversos conteúdos e com liquidação por entrega física ou pagamento em dinheiro” além de que, “o invocado artigo 99º da Constituição, estabelece como objetivo (do Estado) «o combate às atividades especulativas», mas insere-se no âmbito da «política comercial» (obviamente relacionada com o abastecimento de bens de consumo)¹³⁵, sem referência paralela no título sobre «sistema financeiro e fiscal» (artigos 101º e seguintes). De qualquer modo, aquele artigo 99º é uma norma que tem como único destinatário o Estado, não os agentes económicos em sentido estrito, pelo que a sua aplicação só poderia originar inconstitucionalidade por omissão”¹³⁶

Em nosso entendimento, a atividade especulativa deve ser compreendida na conjuntura atual em que proliferam mercados internacionais exigentes, altamente competitivos, bem como a necessidade do Estado Português dar resposta a uma economia de mercado único europeu onde se encontra inserido. A especulação é aliciante na medida em que pode permitir ao investidor efetuar investimentos com retornos muito lucrativos, mas, ao mesmo tempo, também pode ter o efeito inverso e tornar um investimento ruinoso com efeitos repercutidos em todo o mercado.

Relativamente à norma consagrada no artigo 99.º al. c) da CRP, no que diz respeito às práticas especulativas, não cremos que a sua aplicabilidade deva ser afastada pelas seguintes razões: i) a norma constitucional possui atualmente¹³⁷ um âmbito de aplicação mais alargado, deliberadamente deixado pelo legislador, não se podendo retirar da sua interpretação que o artigo se limita à especulação sobre o preço de bens de consumo; ii)

DMIF II, que consagra os contratos de *swap* no Anexo I, Secção B, pontos 4, 5, 6, 7, e 8

¹³⁵ Neste sentido, *vide* acórdão do STJ de 03/05/2016, Relator Silva Salazar, processo n.º27/14.5TVPR.T.P1.S1, in www.dgsi.pt : “ o art.º 99º, al. c), da CRP, ao dispor que é objetivo da política comercial o combate às atividades especulativas, é um preceito comprometido com a redação vigente até 1989 (então do art.º 109º, n.º 1), que impunha ao Estado a intervenção na racionalização dos circuitos de distribuição e na formação e controlo dos preços a fim de combater atividades especulativas, levando a sua interpretação, assente nesse elemento histórico e inserida no contexto resultante também de outros preceitos constitucionais, mormente os relativos à iniciativa privada, a que se deva colocar os *swaps*, mesmo os reportados a capital nocional (também designado por fictício ou hipotético) fora do âmbito do combate que o legislador constitucional determina.”

¹³⁶ Carlos Ferreira de Almeida, “Swaps de Troca e Swaps Diferenciais”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Agosto de 2015, p. 19

¹³⁷ Na versão da CRP que vigorou até 1989, o artigo 109.º n. 1 (atual artigo 99.º al. c) da CRP) tinha a seguinte redação “O Estado intervém na racionalização dos circuitos de distribuição e na formação e no controlo dos preços, a fim de combater actividades especulativas, evitar práticas comerciais restritivas e os seus reflexos sobre os preços, e adequar a evolução dos preços de bens essenciais aos objectivos da política económica e social.”

a atividade especulativa prevista na norma em análise, também tem sido utilizada para sustentar a invalidade dos negócios de jogo e aposta, logo, por maioria de razão também poderá ser aplicada aos contratos de *swap*, uma vez que estes são produtos financeiros comercializados e transacionados nos mercados de capitais; ii) caso ainda assim não se entenda, defendemos que pelo menos os investidores não qualificados devem ser protegidos pelo artigo 99.º al. c) da CRP, uma vez que, de acordo com o artigo 321.º n. 3 do CVM, estes investidores, em determinados casos¹³⁸, são equiparados a consumidores. Assim, para quem entenda que a *ratio* da norma constitucional está efetivamente formulada para a proteção dos os consumidores, relativamente ao preço de bens/serviços, então, defendemos que, também no caso dos contratos de *swap*, devem os investidores não qualificados ser alvo de proteção jurídica, assim, quando o contrato se revelar puramente especulativo e, conseqüentemente, deve ser declarado nulo por contrariedade à ordem pública e bons costumes nos termos dos artigos 280.º e 281.º do CC.

Quanto ao argumento da “imperatividade” das normas europeias, ainda que decorra do artigo 288.º do TFUE que “a diretiva vincula o Estado-Membro destinatário quanto ao resultado a alcançar, deixando, no entanto, às instâncias nacionais a competência quanto à forma e aos meios”, que o art.º 8º, n.º 4, da CRP atribua a primazia do direito comunitário sobre o direito nacional e que existência do princípio comunitário da interpretação conforme a Diretiva das normas nacionais da correspondente transposição, o Direito Comunitário não pode violar as normas constitucionais internas do Estado-membro, logo, cabe ao legislador, transpor a diretiva de acordo com o direito interno de modo a atingir o resultado pretendido pela diretiva. O artigo 99.º, c da CRP consubstancia uma norma de controlo do Estado para combater as práticas especulativas. Não o fazendo, tal como refere Ferreira de Almeida, poderá incorrer em inconstitucionalidade por omissão.

Quanto à especulação concluímos que é uma atividade que não deve ser fomentada, porque é suscetível de provocar injustiça e desigualdade no mercado, mas também não deve ser proibida porque a especulação é um elemento fundamental à fluidez do mercado. Pelo que as práticas especulativas devem ser toleradas e devidamente reguladas em lei especial, como é o caso do jogo e aposta.

¹³⁸ Referimo-nos aos casos em que o contrato é celebrado com base em cláusulas contratuais gerais.

No caso dos *swap*, estamos perante contratos nominados, mas atípicos, uma vez que não têm um regime jurídico próprio. Os *swaps* são válidos no ordenamento jurídico português porque possuem, além da função especulativa, uma função de cobertura e gestão do risco. Se retiramos a especulação aproximamo-nos da figura do seguro de crédito; se retirarmos o elemento da cobertura do risco, não há nada mais que pura especulação ou a figura jurídica do jogo e aposta, originando os chamados *swaps* diferenciais¹³⁹.

Os *swaps* devem, portanto, ser considerados como contratos lícitos, válidos e eficazes na ordem jurídica portuguesa enquanto promoverem a cobertura de risco sobre um valor nominal, no entanto, essa especulação deve ser proporcional ao risco já existente, sob pena do *swap* se tornar, no seu todo, num contrato puramente especulativo e não deve ser considerado válido, uma vez que o artigo 99.º al. c) da CRP obriga o Estado a combater as práticas especulativas, e não há nenhum regime legal em que o Estado exceção, expressamente, a permissão da prática de *swaps* diferenciais.

Na falta desta regulamentação, os *swaps* meramente especulativos devem ser considerados nulos, nos termos dos artigos 280.º n. 2 e 281.º, ambos do CC, por ofensa à ordem pública e aos bons costumes.

8.6.1. Do Jogo e Aposta

Como foi visto *supra*, uma das modalidades dos contratos aleatórios é aquela em que apenas uma das partes alcança o benefício, sendo ainda incerto qual delas o alcançará¹⁴⁰. Referimo-nos concretamente aos contratos de jogo e aposta. Fundados nos limites do reconhecimento do negócio jurídico, ainda assim a lei admite que em certos casos seja reconhecida a criação de obrigações naturais, ainda assim, não pode deixar de lhe ser feita referência no presente estudo.¹⁴¹

¹³⁹ Carlos Ferreira de Almeida, “Swaps de Troca e Swaps Diferenciais”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Agosto de 2015, p. 15

¹⁴⁰ Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Atualizado, Coimbra Editora, 2002, p. 483

¹⁴¹ O jogo e aposta encontram-se regulados nos artigos 1245.º e 1247.º do Código Civil, cujo regime específico se encontra regulamentado no Decreto-Lei n.º 66/2015, de 29 de abril. Tem como princípios subjacentes a proteção dos menores e pessoas mais vulneráveis, através da prevenção do jogo excessivo e desregulado, bem como comportamentos e práticas aditivas; evitar a fraude e o branqueamento de capitais, garantindo a segurança e a ordem pública; prevenir comportamentos criminosos em matéria de jogo online; garantir a integridade do desporto, prevenindo e combatendo a viciação de apostas associada à manipulação

Iniciaremos a análise da questão por uma breve, mas pertinente, distinção entre jogo e aposta avançada por Planiol e Ripert, Assim para estes Autores "o jogo distingue-se da aposta porque a condição a preencher para ganhar o jogo é um facto a ser executado pelas partes, enquanto que a vitória da aposta depende da simples verificação futura de um facto que não é obra das partes"¹⁴².

Assim, no caso do contrato de jogo "as partes (jogadores), voluntariamente num momento competitivo entre os próprios de fim recreativo regido por regras próprias previamente estabelecidas, subordinado a um evento fortuito de verificação futura, convencionam a obrigação de uma prestação pecuniária (ou qualquer prémio com valor patrimonial) no caso de perda, em função da parte vencedora. Neste contrato, as partes têm uma influência fundamental no desenrolar dos acontecimentos, sendo as próprias a ditar a sua sorte futura, com a jogada que pretendam efetuar".¹⁴³ Por seu turno, o contrato de aposta cinge-se ao interesse económico aliado ao jogo, onde aquele que fizer uma previsão errada sobre determinado resultado obriga-se a efetuar prestação patrimonial a favor de quem tenha feito a previsão acertada.

Para uma melhor compreensão destes negócios é preciso avaliar, não apenas o regime do jogo e aposta, mas ir mais além, procurando a sua origem e natureza económico-social, verificando, do mesmo passo, de que forma é tratada pela ciência jurídica. As figuras do jogo e aposta já vêm enraizadas na sociedade e no ser humano desde a sua existência. Ainda que valorada de um ponto de vista negativo pelo Direito, ou até mesmo punido em certos ordenamentos jurídicos, a verdade é que esta prática é socialmente intrínseca ao homem, de tal forma que se verifica não ser possível eliminá-la.

A sua punibilidade abre espaço à criação de um "mercado negro" para a prática de atividades de jogo e aposta, onde não há nem organização, nem proteção. O jogo é

de resultados desportivos

¹⁴² Planiol e Ripert, in *Traité Élémentaire de Droit Civil*, 11.^a ed. LGDJ, 1937, T.II, n. 1527, *op cit.* Boulat e Chabert, *apud* Maria Clara Calheiros, *O Contrato de Swap*, STVDIA IVRIDICA 51, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 93

¹⁴³ Simão Mendes Sousa, "Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Aposta", in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 53, Abril de 2016, p. 24-36, p. 28

condenável porque o jogador enriquece sem causa que o justifique. A ordem jurídica portuguesa tolera, Autoriza ou proíbe os jogos na medida em que há interesse social em utilizar ou canalizar uma paixão humana, mas a tolerância administrativa não pode justificar um contrato que é, em si mesmo, imoral.¹⁴⁴

O posicionamento do legislador português no combate a esta situação parece ser o mais correto, não efetua qualquer distinção entre o jogo e a aposta, no Código Civil, bem pelo contrário, ambas as figuras parecem ser equiparadas, pelo menos no que concerne à sua validade no nosso ordenamento jurídico. Com efeito, dispõe a norma do artigo 1245º do CC que "o jogo e aposta não são contratos válidos nem constituem fonte de obrigações civis; porém, quando lícitos, são fonte de obrigações naturais, exceto se neles concorrer qualquer outro motivo de nulidade ou anulabilidade, nos termos gerais de direito, ou se houver fraude do credor na sua execução".

O entendimento do alcance desta norma passa necessariamente pela análise do elemento histórico da mesma, de forma a compreender os fundamentos que serviram de base à criação de tal norma jurídica. Repesquemos, pois, as palavras e ensinamentos de quem esteve na discussão dos trabalhos preparatórios do Código Civil de 1966. Assim, por exemplo, Inocêncio Galvão Telles, deixou expresso que qualquer contrato de jogo e aposta que não estivesse especialmente regulado na lei, seria nulo. Pelo contrário, se houvesse regulamentação tornar-se-ia fonte de obrigações naturais¹⁴⁵, para o Autor "segundo a tradição e por compreensíveis razões de moralidade, estabeleceu-se o princípio de que o jogo e aposta não constituem contratos válidos. Eles não são modos admissíveis de aquisição. Não têm a proteção da lei, porque a sua causa, o seu fim, não é de molde a justificá-la. Não produzem, pois, efeitos jurídicos, não são fonte de obrigações civis: o contraente que ganhou não pode reclamar judicialmente ao outro o que este perdeu".¹⁴⁶

¹⁴⁴ Citando Ripert, Rui Pinto Duarte, O Jogo e o Direito, Themis, n. 3, p. 73 *apud* José Lebre de Freitas, "Contrato de swap meramente especulativo - Regimes de validade e de alteração das circunstâncias", in ROA, Ano 72, VOL. IV, Outubro/Dezembro, Lisboa, 2012, p. 943-970, p. 954 "O jogo é condenável porque o jogador espera obter da simples sorte um enriquecimento que nada justifica. A ordem pública tolera, autoriza ou proíbe os jogos na medida em que há interesse social em utilizar ou canalizar uma paixão humana, mas a tolerância administrativa não pode justificar um contrato que é, em si mesmo, imoral"

¹⁴⁵ Inocêncio Galvão Telles, *Contratos Cíveis*, BMJ, 83, p.182-183, *apud* Lebre de Freitas, "Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração das Circunstâncias", Revista da Ordem dos Advogados - ROA, 2012 (Ano 72), n. 4, p. 941- 970, p. 951

¹⁴⁶ *Cf.* Inocêncio Galvão Telles, "Contratos Cíveis: Projecto Completo de um título do Futuro Código Civil

Na mesma linha de entendimento, Pires de Lima e Antunes Varela, "o jogo e a aposta não são contratos válidos, nem, portanto, fonte de obrigações civis. Os jogos lícitos são, porém, fonte de obrigações naturais, sendo aplicável a estas obrigações o disposto nos artigos 402.º e seguintes. Quer isto dizer, no essencial, que não é judicialmente exigível o cumprimento das obrigações emergentes destes jogos lícitos, mas que, na hipótese de o devedor cumprir espontaneamente, já lhe não será permitido exigir a repetição do indevido. A atribuição por ele efetuada em tais circunstâncias é *juridicamente* reconhecida como o cumprimento de um dever social".¹⁴⁷

Já, Adriano Vaz Serra, nos suprarreferidos trabalhos preparatórios, defendia que a finalidade do contrato de jogo ou aposta não era tão respeitável que devesse proporcionar ao vencedor a ação de cumprimento, ainda que daí não derivasse que devesse ser tido como imoral, considerando assim que o regime da obrigação natural era o que melhor se lhe adequava¹⁴⁸.

Do exposto podemos retirar algumas características do jogo e aposta como é o caso da sua dimensão lúdica e o facto de as prestações das partes se basearem na previsão de ocorrência de evento fortuito e futuro: especulação. Será que podemos equiparar o contrato de *swap* ao jogo e aposta? O contrato de *swap* não tem uma dimensão lúdica, pelo que através deste critério não é possível equiparar o regime dos dois negócios, no entanto os *swaps* têm uma vertente especulativa.

Por sua vez, um contrato de *swap* onde que estão em causa taxas de juro variáveis, as partes ficam vinculadas a efetuar determinado pagamento com base num evento futuro que corresponde ao valor da taxa de juro praticada no mercado. Ora este valor, à data da celebração do contrato, não pode ser determinado nem depende da vontade das partes. Apenas se pode fazer uma previsão e apostar na alteração do valor. Por isso, quanto a este segundo elemento, cremos que há uma equiparação entre o jogo e aposta e o contrato de *swap*, com uma nuance: a utilidade sócio-económica dos contratos de *swap*, porque ao

Português e Respectiva Exposição de Motivos", in B.M.J., n.º 83, 1959, p. 182

¹⁴⁷ Pires de Lima e Antunes Varela, *Código Civil Anotado*, Vol. II (Artigos 762.º a 1250.º), 4.ª Edição, Reimpressão, 2010, Coimbra, Coimbra Editora

¹⁴⁸ Adriano Vaz Serra, "Obrigações naturais", *BMJ*, 53, 1956, p. 5-171, p.103

mesmo tempo que possuem carácter especulativo, também têm uma função de cobertura de risco. Ou seja, é a função de cobertura de risco que distingue os *swaps* do jogo e aposta. Neste sentido afirmamos que quando este contrato seja meramente especulativo, aí não poderá ser considerado válido porque as partes estão a apostar num valor de taxa de juro variável, logo o ganho não pode ser moralmente justificável porque se baseia na sorte ou azar de a taxa de juro subir ou descer.

Creemos, que o julgador deve verificar o interesse das partes na celebração do negócio e confirmar que o valor nocional subjacente ao *swap* é real e não fictício. Como refere Lebre de Freitas, “o jurista não pode limitar-se a ir atrás das práticas, ainda que correntes, dos agentes económico-financeiros. Aliás, a cinco anos do início da crise do *subprime*, muito pode hoje o jurista escrever sobre o efeito nefasto do jogo financeiro na economia e na sociedade – em nome dos princípios jurídicos e duma conceção ética do direito”.¹⁴⁹

8.6.3. O Regime Aplicável aos Contratos de *Swap*

Analisamos o regime do jogo e aposta, e verificamos qual a sua relação com os contratos de *swap*, por causa do seu carácter especulativo, pois, tanto os primeiros como os segundos podem ser inseridos na categoria de contratos aleatórios, já que se baseiam na possibilidade de obter um ganho e no risco de sofrer uma perda.

Na doutrina, podemos encontrar algumas posições distintas. Calvão da Silva, defende que é a bilateralidade da *alea* que caracteriza os *swaps* pois se o valor das prestações depender de um acontecimento futuro incerto, não influenciável pelas partes, a verdade é que “o *swap* não pode ser equiparado ao jogo e aposta, justamente porque a sua (dele, *swap*) causa ou função económico-social é de gestão, cobertura ou controlo de riscos de flutuação de taxas de juro, uma função de garantia ou segurança de (financiamento) da atividade económico-empresarial, a corresponder ao real interesse dos contraentes, digno de proteção legal”¹⁵⁰, conforme o artigo 398.º, n. 2 do CC. Reconhece,

¹⁴⁹ José Lebre de Freitas, “Contrato de *swap* meramente especulativo - Regimes de validade e de alteração das circunstâncias”, in *ROA*, Ano 72, VOL. IV, Outubro/Dezembro, Lisboa, 2012, p. 943-970, p. 954

¹⁵⁰ João Calvão da Silva, “*Swap* de Taxa de Juro: Sua Legalidade e Autonomia e Inaplicabilidade da Excepção do Jogo e Aposta”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano 142, n.º 3979, p. 265

o Autor, a legitimidade do produto da especulação, tal como é lícito realizar um seguro ou receber determinado lucro ou juro, factos que carecem de proteção legal, defende que o contrato de *swap*, ao contrário do que acontece no jogo e aposta, não têm fim lúdico. Por fim, não é jogo e aposta por força da ressalva a legislação especial sobre a matéria a que alude ao artigo 1247.º do CC, nomeadamente o que se encontra regulamentado no CVM.

Numa posição oposta, José Lebre de Freitas fazendo referência à dupla função do *swap* de taxa de juro, defende que o *swap* que visa cobrir o risco proveniente de determinada operação económico-financeira que lhe é subjacente é um contrato lícito, no entanto, quando o contrato tiver apenas finalidade especulativa, sem qualquer realidade subjacente, não é nada mais que um jogo ou aposta, dado que nestes casos não há um interesse legítimo de redução ou proteção do risco, mas sim criação de risco, o mesmo acontecendo no jogo e aposta, onde as partes criam risco, sendo incerto o resultado do evento dependendo de mera sorte o ganhar ou perder. O Autor propõe, contudo, duas soluções: ou o jogo é ilícito e gera nulidade; ou o jogo é lícito e dele resultam obrigações naturais. O que significa que o contrato de *swap* meramente especulativo constituiria uma obrigação natural, visto que nenhuma norma do CVM confere natureza civil às obrigações nele estipuladas, aplicando-se-lhes o regime geral dos artigos 402º e 404º, para que remete o artigo 1245º CC.¹⁵¹

Ainda neste tema, A. B. Menezes Cordeiro, para firmar a sua posição, compara alguns argumentos utilizados pela jurisprudência, maioritariamente no sentido da não equiparação dos contratos de *swap* ao jogo e aposta. Assim, para tal jurisprudência, a equiparação não é possível por várias ordens de razões: em primeiro lugar por faltar aos *swaps* a dimensão lúdica do jogo e aposta; em segundo, na medida em que o especulador tem de fazer uma previsão racional da evolução das variáveis, enquanto o jogador fica sujeito a uma pura situação de sorte ou azar; em terceiro, o especulador é aconselhado por profissionais da área financeira que fazem diversas avaliações de mercado para informarem em conformidade, já o jogador não recebe nenhum aconselhamento de profissionais; por último a atividade especulativa terá uma função económico-social

¹⁵¹ José Lebre de Freitas, “Contrato de Swap Meramente Especulativo - Regimes de Validade e de Alteração das Circunstâncias”, in ROA, Ano 72, VOL. IV, Outubro/Dezembro, 2012, Lisboa, p. 949

relevante, nem que seja pela movimentação dos mercados financeiros, sendo que o jogador apenas tira proveito próprio, caso beneficie de um ganho. Dentro deste grupo de argumentos, A. B. Menezes Cordeiro parece apenas concordar com o primeiro, mostrando-se bastante reticente quanto à solidez dos restantes¹⁵², neste sentido conclui o Autor que os contratos de *swap* puramente especulativos, sem função de cobertura de risco são nulos por violação do princípio da ordem pública, nos termos dos artigos 280.º n. 2 e 281.º ambos do CC.¹⁵³

Perante o antagonismo que se verifica nas diferentes posições doutrinárias, e após análise de cada uma delas, tendemos a concordar com aquelas para quem dificilmente se poderá equiparar o contrato de *swap* ao jogo e aposta, somos do entendimento que o contrato de *swap* realmente é um contrato *aleatório* e, como tal, sujeito a uma vertente especulativa, no entanto, como definimos inicialmente, entre os dois grupos de contratos aleatórios (os contratos aleatórios puros e os contratos *aleatórios* de garantia), entendemos que o contrato de *swap*, também enquanto derivado, se integra nos dois grupos, pois se por um lado tem a função de garantia e proteção de um risco que existe e que é lícito acautelar, por outro lado tem a função especulativa que não lhe pode ser negada. Deste modo, consideramos que enquanto o contrato de *swap* tiver a função de cobertura de risco a função especulativa deve ser tolerada, por outro lado, quando o *swap* revelar ser puramente especulativo deve a sua validade ser questionada nos mesmos termos da invalidade do jogo e aposta, tendo em conta que a especulação é uma prática que deve ser travada pelo Estado nos termos do artigo 99.º, al. c) da CRP.

¹⁵² A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.224

¹⁵³ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p.228

PARTE III

Os Princípios de Intermediação Financeira, o Dever de Informação e os Contratos Aleatórios

9. Razão de Ordem

A presente dissertação incide essencialmente sobre o dever de informação dos intermediários financeiros. Sucede, contudo, que o estudo do tema que nos propomos analisar ficaria incompleto sem que primeiramente o enquadrássemos no âmbito dos princípios gerais de Direito, pois é consabido que os deveres têm na sua base tais princípios gerais, e o dever de informação não é exceção a essa regra. Será feita menção aos princípios subjacente à atividade de intermediação financeira, de modo a melhor enquadrar a dinâmica jurídica entre o dever de informação e os contratos aleatórios, e em especial o contrato de *swap*.

Sem desconsiderar os vários princípios avançados pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários, (IOSCO)¹⁵⁴, teremos em conta, na presente dissertação, a doutrina clássica de que o Direito dos Valores Mobiliários tem dois princípios basilares, a saber: a) o princípio da proteção dos investidores; b) e o princípio da eficiência do mercado¹⁵⁵. Para além destes dois princípios que podemos designar como gerais, existem princípios específicos relativos à atuação do intermediário financeiro, princípios estes que se encontram consagrados no artigo 304.º do CVM.

A doutrina e jurisprudência portuguesa têm feito esforços para dissecar este artigo 304.º do CVM, nomeadamente no sentido de averiguar se apenas se podem extrair princípios ou se também dele decorrem deveres. No seu estudo sobre *Deveres e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, Engrácia Antunes considerou, como princípios orientadores da atividade dos intermediários financeiros, os seguintes: o princípio da proteção dos interesses dos clientes; o princípio da proteção da eficiência do

¹⁵⁴ Sigla que designa, em inglês, *International Organization of the Securities Commissions*;

¹⁵⁵ Quer o princípio da proteção dos investidores, quer o princípio da eficiência do mercado são indicados como princípios basilares do Direito dos Valores Mobiliários pela conceção clássica/doutrina germânica. Vide, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p. 82;

mercado; o princípio da atuação de boa fé; o princípio do conhecimento do cliente; e o princípio do sigilo profissional. Considera o Autor que é “inquestionável a sua expressa qualificação como «princípios» feita pelo próprio legislador”¹⁵⁶.

Em nossa opinião, ainda que estes princípios tenham a sua origem nas diversas diretivas e regulamentos do legislador europeu, a verdade é que a forma como foram transpostos para o artigo 304.º do CVM, faz-nos acrescentar, ainda, outro princípio ao elenco avançado por Engrácia Antunes. Da interpretação do artigo é possível identificar os seguintes princípios:

- i) proteção dos interesses dos clientes (artigo 304.º n. 1 do CVM);
- ii) proteção da eficiência do mercado (artigo 304.º n. 1 do CVM);
- iii) boa fé (artigo 304.º n. 2 do CVM);
- iv) transparência (artigo 304.º n. 2 do CVM);
- v) princípio do conhecimento do cliente (artigo 304.º n. 3 do CVM);
- vi) e dever de segredo profissional (artigo 304.º n. 4 do CVM).

A questão coloca-se, relativamente ao princípio da transparência, uma vez que não é perceptível da mera leitura da norma, se seria intenção do legislador incluir a transparência como um elemento integrante do princípio da boa fé, ou se, por outro lado, pretendia a sua autonomização enquanto princípio¹⁵⁷. Em nossa opinião, seguindo o entendimento de A. Barreto Menezes Cordeiro, a transparência tem uma função de especial relevo, porque é um requisito essencial da informação e porque a informação é transversal a todo o Direito dos Valores Mobiliários, sucede que a diretiva europeia relativa à transparência¹⁵⁸ apenas diz respeito à transparência nas informações de emitentes, cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado. Entendemos, pois, que a transparência exigida aos emitentes, deve ser estendida ao intermediário financeiro porque este é que vai transmitir a informação aos investidores. Por este motivo na nossa interpretação do artigo 304.º n. 2 do CVM a

¹⁵⁶ José Engrácia Antunes, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º 56, abril 2017, p. 31-52, p. 32

¹⁵⁷ Neste sentido ver A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, p. 258

¹⁵⁸ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004

transparência deve ser entendida no um princípio da atividade de intermediação financeira, autónomo do princípio da boa fé.

No presente estudo debruçar-nos-emos, pois, sobre os primeiros quatro princípios e a sua interação com o dever de informação dos intermediários financeiros.

10. O Princípio da Proteção dos Legítimos Interesses dos Clientes

Estipula o artigo 304.º, n. 1 do CVM que: “Os intermediários financeiros devem orientar a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado”.

Analisando a própria sistemática do CVM, o termo cliente é utilizado em sede de conflito de interesses¹⁵⁹, deveres de adequação¹⁶⁰ e de informação, podendo suscitar dúvidas em saber qual o entendimento que o legislador tem no que concerne ao conceito de “cliente”, ou, dito de outra forma, que realidades ele compreende. Em nosso entendimento, são clientes todos aqueles que auferem de serviços do intermediário financeiro independentemente de serem investidores ou não, estabelecendo assim uma relação de clientela, por sua vez, o investidor será aquele que contrata com o intermediário financeiro serviços e atividades de investimento, bem como os serviços auxiliares elencados nos artigos 290.º e 291.º do CVM. Podemos afirmar que o investidor é um cliente, mas um cliente nem sempre será um investidor.

Veja-se, por exemplo o artigo 292.º do CVM, relativo a atividades publicitárias e prospeção, refere-se a “clientes atuais ou potenciais”, já o artigo 294.º n. 1 do CVM relativo à consultoria para investimento, posterior à fase publicitária, refere que este serviço é prestado a “um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial”. Creio que podemos afirmar que o cliente pretende obter informação sobre determinado instrumento financeiro, por sua vez o investidor (ainda que potencial), será um cliente que já tem interesse em investir (ainda que não tenha tomado essa decisão). O intermediário financeiro deve fornecer e recolher a informação necessária para aferir a

¹⁵⁹ V. artigo 309.º, n. 2 do CVM;

¹⁶⁰ Os deveres de adequação cabem no disposto no artigo 304.º, n. 3 do CVM, mas é no artigo 314.º que encontram a sua consagração legal.

adequação da operação e posteriormente qualificará o cliente como investidor, qualificado ou não qualificado, nos termos dos artigos 314.º – A e 317.º A, n.º 1 do CVM.

O conceito de cliente e de clientela foi aprofundado por Carlos Ferreira de Almeida, que chegou à conclusão de que existem três tipos de clientes, a saber: os clientes habituais, que correspondem ao tipo mais restrito e com os quais o intermediário financeiro estabelece uma verdadeira relação de clientela; os clientes efetivos, que são aqueles que ocasionalmente celebram um contrato de intermediação financeira; e os potenciais clientes, que não possuem relação de clientela, mas demonstram interesse em fazê-lo. A relação de clientela é estabelecida e reconhecida não só pela sua antiguidade, mas também pelo volume de transações e serviços financeiros contratado com o intermediário financeiro¹⁶¹.

Esta distinção é determinante no que respeita ao dever de informação e a intensidade com que a informação é prestada, por exemplo, um cliente que apenas pretende informações sobre determinado serviço financeiro, em regra, terá menor acesso à informação relativa ao mercado e aos instrumentos financeiros transacionados, o intermediário financeiro terá do seu lado, não só o profissionalismo e a experiência em matéria de funcionamento dos mercados financeiros, como também o acesso a informação que um cliente certamente não terá.

Em sentido oposto, o cliente efetivo, já possui um forte vínculo de confiança com o intermediário financeiro, o qual conhecerá *à priori* os hábitos e historial contratual e financeiro do seu cliente. Parece plausível afirmar que, no momento em que o cliente efetivo pretenda celebrar novo contrato de investimento, o intermediário financeiro já não terá de proceder a toda a recolha de informação que teria de fazer caso de um potencial cliente se tratasse, ainda assim, tal facto não desonera o intermediário financeiro de prestar e adequar a nova informação.

Verifica-se, como relembra o supramencionado Autor, que a informação tem de ser prestada e o intermediário financeiro tem de cumprir os seus deveres,

¹⁶¹ Carlos Ferreira de Almeida, “Relações de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, in DVM, Vol. III, Instituto dos Valores Mobiliários Coimbra, 2001, p. 121-136, p. 126 e ss.

independentemente do tipo de cliente a quem presta o serviço¹⁶², entendimento este que acompanhamos na presente dissertação, porque não é o dever de informar que é mais ou menos vinculativo, nem é a qualidade da informação que deve ser melhor ou pior, mas sim a adequação, a necessidade de conferir maior ou menor proteção e, conseqüentemente, de prestar mais ou menos informação, consoante o interesse do cliente e independentemente do interesse do intermediário financeiro em angariar mais clientes ou obter mais lucros.

Veja-se ainda que a manifestação mais clara do princípio da proteção interesses dos clientes na atividade dos intermediários financeiros, corresponde ao dever de evitar o eventual conflito de interesses, expressamente previsto no artigo 309.º do CVM, e, caso algum conflito venha a ocorrer, o intermediário deve dar prevalência aos interesses do cliente, em detrimento dos seus próprios interesses, cf. artigo 309.º, n. 3 do CVM. A esta norma designa-se *no conflict rule*. Não avançaremos neste tema, uma vez que não cumpre a sua discussão na presente dissertação.

Por fim, resta referir que o princípio da proteção dos interesses dos clientes não pode ser confundido com o princípio da proteção dos investidores. O primeiro encontra-se consagrado no artigo 304.º n. 1 do CVM e diz respeito à atividade de intermediação financeira em específico, tendo uma *ratio* jusprivatística por atender aos interesses individuais do cliente. O segundo diz respeito ao Direito dos Valores Mobiliários em geral, e está relacionado os investidores enquanto sujeitos do mercado cuja proteção influencia reflexamente a eficiência dos mercados tendo, pelo que tem uma finalidade de proteção do interesse público.

11. Princípio da Eficiência do Mercado

Do princípio da eficiência do mercado podemos retirar quatro elementos importantes, a saber: o providenciar de maior proteção para os investidores, maior cuidado com os produtos financeiros complexos, mais transparência e maior equidade e equilíbrio na relação jurídica entre o intermediário financeiro e os investidores.

¹⁶² Carlos Ferreira de Almeida, “Relações de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, in DVM, Vol. III, Instituto dos Valores Mobiliários Coimbra, 2001, p. 121-136, p. 126 e ss.

No que concerne a proteção dos investidores, enquanto intervenientes nos mercados financeiros, podem ser entendidos como entidades com capital, com disponibilidade financeira para, confortavelmente, investir nos mais diversos produtos financeiros disponíveis no mercado de valores mobiliários, com maior ou menor adversidade ao risco que lhes é inerente, tendo sempre como finalidade a obtenção de lucro ou de uma mais valia, a curto ou a longo prazo. Na verdade, não é possível conceber a ideia de um mercado de valores mobiliários sem a figura dos investidores, uma vez que é através do capital investido por estes que o fluxo monetário circula nos mercados, são, permita-se a analogia, o um motor do mercado. Por isso, é possível ver aqui a relação íntima entre a proteção dos investidores e a defesa do mercado. Enquanto os investidores continuarem a investir, com confiança, o mercado permanece saudável.

Podemos encontrar referência à eficiência do mercado como uma das incumbências prioritárias do Estado, no artigo 81.º, al. f) da CRP, ou seja, para ser configurada nestes termos na própria Lei Fundamental, onde se pode ler que “Incumbe prioritariamente ao Estado no âmbito económico e social: (...) f) Assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, a contrariar as formas de organização monopolistas e a reprimir os abusos de posição dominante e outras práticas lesivas do interesse geral” isto significa que existe um interesse de cariz público subjacente a este princípio. Esta norma parece chocar com os ‘ideais-base’ da economia capitalista ocidental, inicialmente defendida por Adam Smith, na sua teoria da mão invisível, certo de que os mercados se Autorregulariam, não devendo existir, para isso, a intervenção do Estado.

Mas a importância do bom funcionamento dos mercados é tão elevada que não faria sentido excluir por completo a intervenção do Estatal¹⁶³. É, por isso uma tarefa pública garantir a informação e a sua assimetria para que alcançar a eficiência dos mercados. Consideramos, portanto, na senda de Eduardo Paz Ferreira, que o princípio da eficiência do mercado é, sem sombra de dúvida, um princípio com finalidades de interesse público, logo este será o fim a prosseguir e o bem jurídico a proteger.

¹⁶³ Eduardo Paz Ferreira, “A Informação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2001, p. 137-169, p. 145

O dever de informação funciona em prol da preservação deste princípio. Paulo Câmara refere quatro finalidades do dever de informação, em que todas têm uma relação direta ou indireta com a proteção do mercado, são elas a proteção dos investidores, o robustecimento da governação, a defesa do mercado e a prevenção de ilícitos. Vejamos o que o Autor entende sobre cada uma delas.

Quanto às primeiras, as regras de deveres informativos funcionam como um instrumento de proteção dos investidores¹⁶⁴. Os investidores considerados individualmente, ainda assim, quando os investidores estão mais informados sobre os produtos financeiros, sobre os mercados, sobre os riscos ligados ao seu investimento, terão maior confiança no mercado. A confiança nos mercados é um fator de extrema importância na medida em que maior confiança significa mais e melhor investimento. Neste sentido, ainda que indiretamente, a proteção dos investidores através de uma política de implementação de deveres de informação, é fator instigador da confiança que aqueles depositam no mercado de valores, o que contribui para a sua fluidez.

Quanto ao robustecimento da governação, o Autor refere-se ao sistema de governação dos emitentes, uma vez que a maximização dos deveres de informação implica que os próprios emitentes sejam transparentes quanto às decisões, quanto aos valores mobiliários que emitem, quanto aos relatórios anuais ou informação semestral sobre o estado dos seus negócios vêm, que em muito “favorecem o efeito disciplinador do mercado de capitais”¹⁶⁵.

No que diz respeito à defesa do mercado, os deveres de informação “salvaguardam o regular e eficiente funcionamento dos mercados. Com efeito, e em primeira linha, cumprem o objetivo de assegurar a uma igualdade de oportunidades na realização de decisões de investimento, para que a informação relevante seja acessível a todos em termos imediatos e paritários, contribuindo para a redução do risco de utilização de informação privilegiada. Além disso, a informação procura contribuir para uma adequada formação dos preços, através do estabelecimento dos alicerces necessários para que a

¹⁶⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 704 e 705

¹⁶⁵ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 705

eficiência dos mercados seja assegurada normativamente, através de um amplo e eficaz conjunto de deveres informativos. A este desiderato legislativo subjazem razões económicas, na medida em que a obrigação de prestar informação ao mercado acaba por reduzir os custos que os investidores suportam na sua obtenção para a tomada de decisões de investimento. Paralelamente são reduzidos os custos de capital na obtenção de financiamento pelas empresas”¹⁶⁶.

Por último, o Autor ainda menciona os deveres de informação como meio idóneo à prevenção de ilícitos de mercado, permitindo-se através dela a exposição de negócios de carácter fraudulento. A própria censura social às práticas ilícitas que vêm a ser reveladas ou publicitadas, desmotivam os agentes de mercado menos bem-intencionados¹⁶⁷.

Como podemos verificar, o princípio da eficiência dos mercados, apesar de estar consagrado no artigo 304.º n. 1, do CVM, a verdade é que não se limita a à atividade do intermediário financeiro, mas é subjacente a todo o Direito dos Valores Mobiliários e vincula todos os intervenientes do mercado. A sua consagração naquele artigo, vem sublinhar a sua importância, em especial, para o intermediário financeiro, uma vez que é a figura central que medeia as forças da oferta e da procura no mercado de valores, pelo que os princípios e deveres que regem a sua atividade têm de se apresentar firmes e constantes, em prol da eficiência do mercado.

Aqui chegados, estamos em condições de afirmar que o artigo 304.º n. 1 do CVM apresenta dois princípios com base em interesses antagónicos, o princípio da defesa dos interesses dos clientes e o princípio da defesa da eficiência do mercado, pelo que cumpre encontrar um ponto de equilíbrio entre eles. Entendemos que os intermediários financeiros devem proteger o interesse do seu cliente, sim, mas não ao ponto de ferir a eficiência do mercado. Este último, deve ser o foco da sua atividade de intermediação porque é um princípio transversal de não só a esta, mas a todo o universo que compõe o Direito dos Valores Mobiliários.

¹⁶⁶ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 705

¹⁶⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 705 e 706

12. Princípio da Boa Fé

No Código dos Valores Mobiliários vigente, a boa fé vem diretamente mencionada no artigo 304.º, n. 2, onde se pode ler o seguinte: “*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.*”

A boa fé, por si só, é um tema exigente e que tem sido alvo de aprofundados estudos e discussões, no entanto, antes de passarmos à sua análise no contexto do Direito dos Valores Mobiliários, deixaríamos apenas uma nota sobre a interpretação da supracitada norma, uma vez que a doutrina diverge a esse respeito.

Há quem entenda que o princípio da boa fé deve englobar “elevados padrões de diligência, “lealdade” e “transparência”, ou seja, estes três últimos elementos, seriam subprincípios advenientes de um princípio geral de boa fé¹⁶⁸. Não partilhamos este entendimento. Somos da opinião que o artigo se refere a “elevados padrões de diligência” e de “lealdade” enquanto deveres integrantes do princípio da boa fé, por sua vez, o princípio da transparência deve ser tratado como um princípio autónomo delineador, *per se*, da conduta do intermediário financeiro, pelo que lhe dedicaremos um ponto próprio no presente estudo.

A boa fé corresponderá, *grosso modo*, a um padrão de conduta, socialmente bem valorada, de um indivíduo perante o seu próximo e perante a própria sociedade, no âmbito das suas relações jurídicas e independente da existência de vínculo contratual.

É consabido que existem duas acessões de a boa fé: uma corresponde à boa fé em sentido objetivo, ou seja, como norma de conduta em que o indivíduo rege o eu comportamento de acordo com as normas jurídicas vigentes, pelos princípios de Direito, usos ou costumes, age em conformidade com padrões de licitude e de cumprimento da legalidade; outra, corresponde à boa fé subjetiva, que corresponde ao “estado de espírito”

¹⁶⁸ Felipe Canabarro Teixeira, *Da Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros, Quanto às Informações Que Devem Prestar aos Seus Clientes Investidores em Valores Mobiliários*, Lisboa, 2007, p. 11 e ss.

do sujeito, ou seja, o indivíduo desconhece ou ignora certos factos, uma falta de desconhecimento desculpável¹⁶⁹.

Esta pode ainda subdividir-se em duas vertentes. A vertente ética e a vertente psicológica. A primeira é aquela em que o agente não tem conhecimento de determinada circunstância que poderia conhecer, mas por motivo que não lhe é imputável, desconhece, sem culpa. A segunda, a boa fé psicológica, é aquela em que o sujeito não conhecia, nem poderia ter conhecimento de determinado facto ou estado de coisas, por circunstâncias, por mais óbvio que fosse¹⁷⁰.

A boa fé, independentemente de se encontrar positivada, ou não, está intrínseca na sociedade e nas relações entre os seus indivíduos. No nosso sistema jurídico, o tema foi especialmente aprofundado por António Menezes Cordeiro, relativamente a cinco manifestações da boa fé no Código Civil vigente a saber: a culpa *in contrahendo* (artigo 227.º, n. 1 do CC), a boa fé na integração de negócios (artigo 239.º do CC), o abuso de direito (artigo 334.º do CC), a alteração das circunstâncias (artigo 437.º, n. 1 do CC), e no âmbito das obrigações complexas (artigo 762.º, n 2 do CC).

O artigo 304.º, n. 2 do CVM consagra o princípio da boa fé, necessária para melhor garantir a proteção dos investidores e da eficiência do mercado. Tal como refere Carneiro da Frada, o Direito dos Valores Mobiliários tem de ter uma abertura para abraçar o Direito Civil, enquanto direito comum, não podendo o primeiro autonomizar-se por completo.¹⁷¹ O princípio da boa fé não é uma realidade distante do Direito dos Valores Mobiliários, mas é uma base de auxílio para o intérprete-aplicador. É neste ponto de cruzamento, entre estes dois ramos de Direito que analisaremos a relação de cada uma destas manifestações da boa fé com a atividade do intermediário financeiro, em especial, com o seu dever de informar no âmbito dos contratos aleatórios.

¹⁶⁹ Cf. António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, Vol. I, 4.ª Edição Revista e Atualizada, Almedina, 2012, p. 964.

¹⁷⁰ Cf. António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, Vol. I, 4.ª Edição Revista e Atualizada, Almedina, 2012, p. 965.

¹⁷¹ Carneiro da Frada, *A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros*, O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Lisboa, 2017, p. 401-409, p. 401

12.1. Culpa *In Contrahendo*

A culpa *in contrahendo* é um instituto jurídico que diz respeito às relações pré-contratuais, ou seja, que tem por finalidade proteger as partes e os seus legítimos interesses na fase de negociação, ainda antes da celebração do contrato. Significa que, mesmo não estando ainda constituído um vínculo contratual efetivo, os contraentes devem agir de forma honesta, evitando condutas enganosas ou ilegítimas, suscetíveis de causar danos à contraparte.

Como vimos anteriormente, a propósito da importância do dever de informação pré-contratual no Direito dos Valores Mobiliários, a culpa *in contrahendo* revela-se como um instrumento jurídico útil na proteção dos investidores, quando se verifique que o intermediário financeiro violou culposamente os seus deveres de informação durante as negociações, que levaram o investidor a tomar determinada decisão de investimento. Ainda numa fase pré-contratual, em que o cliente é apenas um potencial investidor, o intermediário financeiro está adstrito ao cumprimento de deveres de informação que não pode negligenciar. Pelo que deve agir diligentemente e com lealdade pelo seu cliente (cf. artigo 227.º, n. 1 do CC).

Como defende Carlos Ferreira de Almeida, no caso da culpa *in contrahendo*, um cliente, que pretenda realizar um investimento, confia, *à priori*, no intermediário que lhe presta a informação, para que, esclarecido, possa tomar uma decisão de investir ou não investir. É a esta confiança inicial que se pretende conferir proteção jurídica, pois, apesar de não existir ainda uma relação habitual ou efetiva entre o cliente e o intermediário financeiro, nem por isso esse cliente merece menor diligência ou lealdade por parte do intermediário. Como refere o supracitado Autor “todos os clientes, incluindo os clientes potenciais, beneficiam, na relação com o intermediário financeiro, do direito à proteção dos seus ‘legítimos interesses’”¹⁷² que prevalecem sobre os interesse próprios do intermediário, bem como das entidade que com eles estão estritamente ligadas¹⁷³.

¹⁷² Carlos Ferreira de Almeida, *Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, p. 121-136, p. 128

¹⁷³ *Vide* artigo n.º 309.º, n. 3 do CVM

Ainda no seguimento do entendimento do aludido Autor, o qual acompanhamos, “são ressarcíveis todos os danos que lhes sejam causados em consequência da violação destes deveres, independentemente de existir ou não relação contratual, presumindo-se a culpa do intermediário financeiro sempre que o dano seja causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais, ou pela violação dos deveres de informação do artigo 314.º, n. 1 e 2”¹⁷⁴. Analisaremos melhor este tópico, aquando da abordagem do tema da responsabilidade civil.

12.2. Integração de Negócios

Outra manifestação da boa fé encontra-se prevista no âmbito da integração de negócios, no artigo 239.º do CC que estipula que: “Na falta de disposição especial, a declaração deve ser integridade harmonia com a vontade que as partes teriam tido se houvessem previsto o ponto omissis, ou de acordo com os ditames da boa fé, quando outra não seja a solução por eles imposta”.

No Direito dos Valores Mobiliários, os contratos financeiros podem ser celebrados com base em cláusulas contratuais gerais (CCG)¹⁷⁵, ou modelos contratuais padronizados, disponibilizados por entidades internacionais ou europeias, numa ideologia de economizar tempo e meios técnicos na formação dos contratos. Ainda assim, nada impede a ocorrência de uma situação em que se verifica a insuficiência do contrato, devendo aqui apelar-se à diligência e à lealdade – inseridas na figura da boa fé - que devem nortear a conduta do intermediário financeiro¹⁷⁶.

Confrontado com tal situação, o intermediário financeiro deve comunicar logo que possível com o cliente de modo a que ambos, num esforço conjunto, possam colmatar o vazio contratual, de forma a devolver o equilíbrio para ambas as partes, com primazia pelo interesse do cliente. No entanto, caso não seja possível preencher este vazio contratual, por exemplo, pela necessidade de se tomar uma decisão urgente, o

¹⁷⁴ Carlos Ferreira de Almeida, *Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, p. 121-136, p. 129

¹⁷⁵ Vide, artigo 321.º n. 2 e 3 do CVM

¹⁷⁶ Bem como o direito do cliente, ou investidor não qualificado, a ser informado, cf. artigo 321.º, n.3. do CVM e artigo 60.º, n. 1 da CRP

intermediário financeiro não pode “aproveitar-se” desta insuficiência para tirar proveito próprio, ou de alguma forma causar prejuízo para o cliente. A boa fé exige, pois, que haja lealdade para com o cliente e, nessa medida, o intermediário financeiro deve servir-se da informação que lhe foi prestada pelo cliente, no cumprimento dos artigos 314.º e 314.º-A, n. 1 do CVM, para adequar, da melhor maneira possível, o contrato aos interesses e objetivos do mesmo, uma vez que também está adstrito ao dever de melhor execução¹⁷⁷ do contrato que surge no cruzamento dos deveres de cuidado e de lealdade¹⁷⁸ que caracterizam a boa fé do artigo 304.º n. 2 do CVM.

Podemos, assim, concluir que é a boa fé, que exige diligência e lealdade na integração dos contratos entre o investidor e o intermediário financeiro, sendo que este último, deve promover a melhor execução do contrato. Pelo que, a integração deve ser norteada de acordo com a informação que o intermediário recolheu relativamente ao cliente e, ainda, pelo princípio da proteção dos legítimos interesses deste último.

12.3. Abuso de Direito

A figura do abuso de direito encontra-se prevista no artigo 334.º do CC, onde se estipula que: *“É ilegítimo o exercício de um direito, quando o titular exceda manifestamente os limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou económico desse direito.”*

O próprio artigo desafia o intérprete a alcançar, na prática, aquilo que considera um limite imposto pela boa fé. Entre outros Autores¹⁷⁹, António Menezes Cordeiro define-

¹⁷⁷ O dever de melhor execução encontra-se previsto no artigo 330.º n. 2 do CVM, segundo o qual “na falta de indicações do ordenador, as ordens devem ser executadas nas melhores execuções que o mercado viabilize, imediatamente ou no momento mais adequado”.

¹⁷⁸ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, 3ª Edição, p. 423

¹⁷⁹ Segundo Orlando de Carvalho, em *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, 2012, p. 45 “O abuso de direito existe quando há um exercício do direito fora do âmbito do exercício do poder de autodeterminação que é próprio fundamento do reconhecimento de direitos subjetivos, propondo, como critério para o apurar a falta de interesse no exercício do direito a apreciar em abstrato ou concreto, e a transcendência do prejuízo em relação ao agente. Esta conceção implica, pois, uma distinção em relação à boa fé entendida enquanto norma de conduta: enquanto nesta está em causa uma regulamentação da conduta dos particulares, um problema de atuação contra *legem*, no abuso de direito o que é relevante não é a violação do direito objetivo, e sim a falta de interesse conjugada com a “transcendência do prejuízo”; Para Antunes Varela, “para que haja lugar ao abuso do direito, é necessária a existência de uma contradição entre o modo ou fim com que o titular exerce o seu direito e o interesse a que o poder nele consubstanciado se encontra adstrito”, *cf.* Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, vol. I, Almedina, 6.ª Edição p. 516; Para

o como “uma designação tradicional para o que se poderia dizer «exercício disfuncional de posições jurídicas»”¹⁸⁰.

O abuso de direito não se encontra especificamente consagrado no Código dos Valores Mobiliários, no entanto, isso não implica que este ramo do Direito o instituto seja alheio ao instituto, pelo contrário, várias vezes se têm levantado em defesa da aplicação judicial deste instrumento jurídico aos negócios celebrados pelos intermediários financeiros no âmbito da sua atividade.

A questão surge nos casos polémicos em que, por alteração das condições de execução do contrato, geradora de desproporcionalidade entre as partes, a parte beneficiada continua a exigir da parte prejudicada o cumprimento de obrigações que se tornaram insuportáveis ou mesmo impossíveis de cumprir. Pergunta-se se é legítimo considerar a conduta do intermediário financeiro como abusiva, nos casos em que se verifique um desequilíbrio entre o benefício auferido por este e o prejuízo causado aos investidores.

Vejamos por exemplo o caso do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 26-01-2016, em que o investidor, recorrente, que tinha celebrado contrato de *swap* com a instituição bancária, invocou o abuso de direito para que fosse declarada a resolução daquele contrato. Para o efeito, alegou que o contrato tinha uma estrutura desequilibrada que não cobria o risco, pelo contrário, criou-o, gerando-se uma desproporção entre os riscos assumidos. Refere, portanto, o supracitado acórdão que “a desproporção enorme entre as margens de risco que cada uma das partes assumiu com a outorga do contrato, para além de violar o princípio da boa fé e da equivalência que subjaz ao direito das obrigações e, em especial, aos contratos de ‘troca’, é em si mesma ilustrativa de que muito dificilmente o dito objetivo de cobertura de risco seria alcançado. (...) sempre se poderá perspetivar a situação à luz do abuso de direito na modalidade do ‘desequilíbrio no

Manuel de Andrade “há abuso do direito quando o direito, legítimo (razoável) em princípio, é exercido, em determinado caso, de maneira a constituir clamorosa ofensa do sentimento jurídico dominante; e a consequência é a de o titular do direito ser tratado como se não tivesse tal direito ou a de contra ele se admitir um direito de indemnização baseado em facto ilícito extracontratual”, *cf.* Manuel de Andrade, *Teoria Geral das Obrigações*, com a colaboração de Rui de Alarcão, 3.^a Edição, Coimbra, Almedina, 1966, p. 63-63;

¹⁸⁰ António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, Vol. V, 3.^a Edição Atualizada, Almedina, 2018, p. 411

exercício jurídico’, em cuja categoria se integra «a desproporcionalidade entre a vantagem auferida pelo titular e o sacrifício imposto pelo exercício a outrem» a que alude Menezes Cordeiro, em manifesta desconformidade com os princípios da boa fé objetiva e da justiça contratual e suscetível, de acordo com esse Autor, de integrar a previsão do art. 334.º do CC na medida em que há um exercício que manifestamente ultrapassa os limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou económico desse direito (...) O efeito do abuso de direito é a declaração da anti-juridicidade do mesmo, pelo que a sua consequência deverá ser a nulidade do contrato dos autos com todos os seus legais efeitos”¹⁸¹.

Por seu turno, o Supremo Tribunal de Justiça entendeu, na senda de uma decisão proferida pelo Tribunal da Cassação Italiano de 18/09/2009, que “o abuso do direito longe de pressupor uma violação no sentido formal delineia, pois, uma utilização alterada do esquema formal do direito, finalizada pelo conseguimento de objetivos ulteriores e diversos aos que estavam indicados pelo legislador”. Por referência ao entendimento de *Gianluca Falco* e Rui Alarcão, o Supremo Tribunal de Justiça acrescenta que “o uso anormal do direito pode conduzir o comportamento particular fora da esfera do direito subjetivo, tornando-o, por conseguinte, ilícito segundo as normas gerais do direito material”¹⁸², concluindo que o abuso de direito implica que haja uma utilização do direito, de forma diversa da legalmente prevista e que tal se mostra ilegítimo. Assim, pronunciou-se o STJ no sentido de que as partes, ao terem acordado, aceite, e acolhido determinado contrato, conscientes do seu carácter aleatório, não podem, no decurso do contrato, pedir a sua resolução, criando uma situação contraditória de *venire contra factum proprium*, por ter uma parte constatado que o contrato se revelou desfavorável. Ora, a execução desfavorável, não pode, no entendimento daquele Tribunal, justificar a conduta dos contraentes como conduta de má fé, não se podendo desencadear o instituto do abuso de direito¹⁸³.

¹⁸¹ Acórdão do STJ, de 16/01/2016, Relator: Gabriel Catarino, Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1, in www.dgsi.pt

¹⁸² Acórdão do STJ, de 16/01/2016, Relator: Gabriel Catarino, Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1, in www.dgsi.pt

¹⁸³ Neste sentido *cf.* acórdão do STJ, de 16/01/2016, Relator: Gabriel Catarino, Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1, in www.dgsi.pt

A conclusão do douto Tribunal parece apropriada dadas as circunstâncias do caso concreto. No entanto, como regra geral, o Direito dos Valores Mobiliários tem de garantir a defesa dos investidores e a eficiência do mercado. Os intermediários financeiros e os investidores, enquanto sujeitos do mercado de valores mobiliários, têm conhecimento e consciência que o mercado tem oscilações diárias entre valores positivos e negativos, pelo que os resultados que daí advierem para os investidores tanto podem ser favoráveis ou desfavoráveis, e este facto é aceitável para os intervenientes do mercado.

O que não se concede, e que merece ser alvo de tutela são as desvantagens que se revelam insuportavelmente onerosas, injustas ou descontextualizadas para uma das partes e, ainda assim, a contraparte continua a exigir o cumprimento da obrigação assumida, sem dar margem de abertura para renegociação que permita a adaptação do contrato financeiro às novas condições do mercado e às possibilidades do contraente prejudicado. Esta renegociação é uma diligência ética de boa fé, de busca pelo equilíbrio, pela busca da proteção dos legítimos interesses do cliente.

Perante esta reflexão é bem patente o que menciona Carneiro da Frada¹⁸⁴ ao referir que a autonomia privada e a justiça têm que andar de mãos dadas, do mesmo modo que o Direito dos Valores Mobiliários deve ser complementado pelo direito comum, nomeadamente no que concerne ao princípio da boa fé e respetivos institutos jurídicos positivados no Direito Civil.

12.4. Alteração das Circunstâncias

Situação semelhante à anteriormente analisada verifica-se relativamente ao instituto da alteração das circunstâncias, que tem sido amplamente discutido no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários em consequência da crise financeira de 2008. A doutrina e a jurisprudência têm-se debatido nomeadamente no sentido de saber se a referida conjuntura económica corresponde a uma situação anormal, abrangida pelo risco inerente aos contratos aleatórios.

¹⁸⁴ Carneiro da Frada, “A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Lisboa, 2017, p. 401-410, p. 403

O artigo 437.º, n. 1 do CC estipula que: "*Se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afete gravemente os princípios de boa fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato.*"

Para desencadear a aplicação deste instituto jurídico e exercer o direito à resolução ou modificação do contrato é necessário que se encontrem preenchidos, cumulativamente, os seguintes pressupostos: (i) as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tenham sofrido uma alteração anormal; (ii) que a exigência das obrigações por ela assumidas afete gravemente os princípios da boa fé; e (iii) não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato.

Cumpra analisar em que termos estes pressupostos refletem os seus efeitos no dever de informação do intermediário financeiro no âmbito dos contratos aleatórios.

i. As Circunstâncias em que Fundaram a Decisão de Contratar e a Alteração Anormal

Quanto a este primeiro elemento, Galvão Telles considera que as circunstâncias em que os contraentes fundaram a decisão de contratar "são as circunstâncias que determinaram as partes a contratar, de tal modo que, se fossem outras, não teriam contratado ou tê-lo-iam feito ou pretendido fazer, em termos diferentes"¹⁸⁵.

Retiramos desta afirmação um ponto de partida que nos remete para a verificação e comparação das circunstâncias que existiam à data da celebração do contrato e as que se vieram a verificar supervenientemente, já no período de execução do mesmo.

Sabe-se bem que os mercados financeiros e os valores mobiliários aí transacionados encontram-se sujeitos a variações diárias de taxas de juros e valoração dos

¹⁸⁵ Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª Edição, Coimbra Editora, p.343 e ss.

instrumentos financeiros. Ora quando um potencial investidor se mostra interessado em efetuar um investimento, em princípio estará ocorrente que o investimento no mercado está sujeito a riscos, caso não tenha o conhecimento, deverá ser o intermediário financeiro a informar o investidor de forma adequada, ao abrigo dos deveres de informação a que está adstrito.

No Direito dos Valores Mobiliários há particularidades na celebração dos contratos que não podem ser ignoradas. Existem contratos e ações de mercado que devido à sua complexidade, onerosidade e exposição ao risco, carecem de ser celebrados apenas com a intervenção do intermediário financeiro, enquanto entidade profissionalmente competente e compreendedora do funcionamento dos mercados¹⁸⁶.

A decisão de contratar é tomada apenas quando o investidor confia que o mercado está favorável para efetuar determinada operação. Esta decisão é crucial porque determina o momento em que o investidor passa da fase pré-contratual para a fase contratual onde passa a assumir uma posição jurídica multiobrigacional e responsabilidades inerentes ao contrato e que posteriormente lhe serão exigíveis.

Na fase pré-contratual o investidor deve munir-se de toda a informação necessária, que lhe deve ser fornecida pelo intermediário financeiro. Esta informação, tem de preencher determinados requisitos de qualidade, como já referidos na análise ao artigo 7.º, n. 1 do CVM, acrescida de requisitos específicos relativamente ao tipo de instrumento financeiro em que o investidor vai investir e quanto ao risco de tal investimento. O esclarecimento prestado pelo intermediário financeiro deve ainda incluir estudos sobre o historial das movimentações das taxas de juro praticadas no mercado e a previsão das oscilações futuras consoante tudo o que se tem verificado até ao momento da contratação, sendo esta informação fulcral para que o investidor considere as circunstâncias do mercado e, nesse sentido, tome a decisão de investir ou não investir, de modo que cabe ao intermediário garantir que a informação prestada é completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita¹⁸⁷.

¹⁸⁶ Vide artigo 289.º, n. 2 do CVM, corresponde à norma que atribui ao intermediário financeiro a exclusividade do exercício a título profissional de atividades de intermediação financeira.

¹⁸⁷ Vide artigo 7.º n. 1 do CVM

Certamente, nenhum investidor pretenderá celebrar um negócio ruinoso, logo, para tomar a decisão de investir, terá de existir alguma perspectiva de lucro, a curto, a médio ou a longo prazo, mas o negócio tem de compensar, ou até mesmo superar, o investimento realizado. Por isso, o investidor tem de conseguir aferir, no momento prévio à contratação, que as circunstâncias do mercado são favoráveis aos seus interesses, ao seu investimento, fundamentando assim a sua decisão de contratar.

O problema coloca-se nos casos em que, posteriormente à celebração do contrato, as circunstâncias alteram-se de tal forma que uma das partes perde o interesse na sua manutenção¹⁸⁸, não por “mero capricho”, mas porque o contrato se tornou desequilibrado. Referimo-nos ao caso concreto da crise de 2008, que se abateu sobre os mercados financeiros. Os mercados são imprevisíveis, os preços, os valores e as variáveis que sobre eles incidem, estão em constante alteração, por isso se mostra tão difícil discernir se toda e qualquer alteração pode ser considerada normal.

A normalidade de determinada circunstância varia de pessoa para pessoa e de situação para situação, logo “a aplicação do artigo 437.º do Código Civil exige uma prévia concretização da normalidade da estabilidade ou da mobilidade das circunstâncias cuja alteração esteja em questão”¹⁸⁹.

Há duas características essenciais que nos permitem aferir a normalidade ou anormalidade da crise financeira: a imprevisibilidade da sua ocorrência e a dimensão dos seus efeitos. A primeira, corresponde ao critério que nos indica se a crise era previsível ou se, pelo contrário, não poderia ser prevista pelos diversos sujeitos do mercado, quanto ao segundo critério, coloca-nos na posição de verificar que os seus efeitos, nomeadamente os negativos, poderiam ser travados ou atenuados.

Vejamos um exemplo deixado por Oliveira Ascensão, o qual não podemos deixar de fazer referência: “quem joga na bolsa está sujeito aos riscos da oscilação das cotações. Mas já a paralisação das bolsas é uma ocorrência extraordinária, que pode levar à revisão ou modificação dos negócios por alteração das circunstâncias”¹⁹⁰. Isto significa que

¹⁸⁸ Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª Edição, Coimbra Editora, p.343 e ss.

¹⁸⁹ Pedro Pais de Vasconcelos, *Teoria Geral do Direito Civil*, 8ª Edição, Almedina, 2017, p. 329, 330

¹⁹⁰ José de Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias"*, ROA, Ano 65,

mesmo dentro do próprio mercado existem flutuações dos fluxos financeiros que são normais e outras que são anormais.

Carneiro da Frada, que também explora exaustivamente possibilidade de aplicação do instituto jurídico da alteração das circunstâncias no âmbito dos contratos financeiros, logrou em demonstrar que a crise financeira, a que o mundo assistiu em 2008, consubstancia uma verdadeira situação de alteração anormal das circunstâncias, referindo que a própria história da humanidade tem assistido às mais diversas formas de alteração anormal das circunstâncias a nível mundial, quer através de revoluções políticas, sociais, crises financeiras, guerras ou até mesmo desastres naturais, que modificam as condições que se verificavam à data da celebração do contrato das que fazem parte da realidade presente¹⁹¹, pois para o Autor “a crise aparece de forma inopinada, profunda, com surpresa de todos ou quase todos, mesmo os especialistas”¹⁹², já para não falar da dimensão da sua ocorrência. A crise constitui, portanto, um “acidente anormal, estrutural e grave na evolução da economia mundial (...) surgiu surpreendendo tudo e todos”¹⁹³.

Posto isto, podemos verificar que a falta de previsibilidade impede as partes de celebrarem um contrato preparado para fazer face à alteração conjuntural, o que leva ao seu desequilíbrio e desadequação, por outro lado, quanto à dimensão da ocorrência, a crise financeira não foi uma crise passageira, não afetou apenas um pequeno e determinado grupo de pessoas, pelo contrário, a crise abalou inicialmente os mercados norte-americanos, tendo levado à insolvência poderosas instituições financeiras, tendo posteriormente alastrado os seus efeitos nefastos para o continente europeu onde não só abalou os mercados financeiros como provocou graves crises económicas nos Estados europeus, como foi o caso do Estado Português.

Vol. III, Dezembro de 2005, p. 635, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias", consultado em julho de 2018

¹⁹¹ Neste sentido, *vide* Carneiro da Frada, “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 493, 494

¹⁹² Carneiro da Frada, “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 493

¹⁹³ Carneiro da Frada, “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 494

À luz dos critérios da previsibilidade e da dimensão da ocorrência, concluímos que em primeiro lugar deve verificar-se se existiu informação sobre as circunstâncias e sobre a possibilidade de ocorrências de desvantagens e verificar que essa ocorrência está abrangida pelo contrato celebrado. Caso não esteja, passamos a estar diante uma situação imprevisível, que os contraentes não previram, não poderiam ter previsto, logo, nada estipularam quanto à ocorrência da circunstância que desvirtuou o contrato. É neste vazio quer de conhecimento, quer de regulação contratual, que se verifica a existência de anormalidade e, na falta de outros meios legais de reação, deve abrir-se margem à modificação do contrato.

Note-se que ao defender a imprevisibilidade, estamos tacitamente a excluir a responsabilidade do intermediário financeiro por violação dos deveres de informação, uma vez que não sendo previsível a alteração das cotações do mercado e apanhando todos os intervenientes de surpresa, nenhum dos sujeitos se poderia proteger ou providenciar proteção, ou seja, também não é exigível ao intermediário financeiro providenciar informação que não possui, logo não é razoável invocar a violação de um dever de informar quando a informação nem sequer existe, ou ainda que existisse o intermediário financeiro não tinha forma de conhecê-la.

Será, portanto, incoerente alegar a violação de deveres de informação ao mesmo tempo que se alega a alteração das circunstâncias. A informação, ou a falta dela, é uma questão que tem de ser sempre analisada previamente à análise da alteração das circunstâncias porque, como estipula o artigo 7.º do CVM, é a informação que vai influenciar a decisão do potencial investidor de avançar com o investimento ou não.

Pelo que concluímos que a crise financeira de 2018, consubstancia uma verdadeira alteração anormal das circunstâncias, encontrando-se preenchido o primeiro requisito para aplicação do respetivo regime jurídico, uma vez que aqueles que foram por ela afetados, merecem a devida tutela e proteção jurídica que o preceito legal confere.

ii. Desvantagem e Onerosidade Excessiva: A Lesão da Boa Fé

O artigo 437.º n.1 do CC estipula expressamente que um dos pressupostos da aplicação do regime da alteração das circunstâncias é que “*a exigência das obrigações por ela assumidas afete gravemente os princípios da boa fé*”.

O que está aqui em causa é a ofensa ao princípio da boa fé. Transportando este elemento para o Direito dos Valores Mobiliários, e para a conjuntura da crise financeira de 2008, verifica-se que em muitos dos casos que chegaram aos tribunais, um dos argumentos invocados foi a “desvantagem desproporcionada”¹⁹⁴, o da “onerosidade excessiva”¹⁹⁵, o “desequilíbrio das prestações”¹⁹⁶ enquanto causa de grande prejuízo.

Apresentamos o seguinte exemplo: um investidor celebrara um contrato de *swap*, e permuta uma taxa de juro variável (EURIBOR trimestral) sobre determinado valor nocional, por uma taxa de juro fixa, calculada em 5% do valor assegurado, assumindo que no momento da celebração do contrato a EURIBOR correspondia a 5,5%. O contrato é celebrado com base na expectativa da contínua subida das taxas de juro, no entanto, devido à crise, o que se verificou foi uma descida da taxa de juro variável além do imaginável pelos contraentes, imaginemos, para 0,2 %. Será que se pode/deve falar numa mera desvantagem ou numa onerosidade excessiva?

No momento da celebração deste tipo de contratos ambas as partes têm a expectativa de que as taxas vão subir, ou mesmo que não subam, há sempre a possibilidade de oscilarem em torno do valor a que se encontrava à data da celebração. Ou seja, seria aceitável, ou considerado normal, que as taxas de juro variável oscilassem entre os 4% e os 7%, no entanto a descida para um valor de 0,2% é abrupta e é anormal. É um risco do mercado, mas não é expectável, logo, o contrato inicial não poderá dar resposta a um desequilíbrio que não previu e que, entretanto, se verificou entre as

¹⁹⁴ Ac. STJ de 27-01-2015, Relator Fonseca Ramos, Processo n.º 876/12.9TBBNV-A.L1.S1, *in* www.dgsi.pt

¹⁹⁵ Ac. STJ de 08-05-2014, Relator Ilídio Sacarrão Martins, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1-8; Ac. STJ de 08-06-2017, Relator Maria Dos Prazeres Pizarro Beleza, Processo n.º 2118/10.2TVLSB.L1.S1, ambos *in* www.dgsi.pt

¹⁹⁶ Ac. STJ de 06-10-2016, Relator António Valente, Processo n.º 1387-15.6T8PRT-A.L1-8; Ac. STJ de 31-02-2013, Relator Conceição Bucho, Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1, *in* www.dgsi.pt

prestações que as partes assumiram, o que leva a que a exigência do seu cumprimento seja contrária aos ditames da boa fé.

Neste momento, podemos perguntar-nos: será que as partes estariam dispostas a celebrar um novo contrato em que o investidor paga uma taxa fixa de 4% e a instituição financeira apenas paga uma taxa variável de 0,2%? A instituição financeira talvez aceitasse, mas nenhum investidor, com o mínimo de literacia financeira, aceitaria tal acordo, na realidade, o seu interesse em manter o contrato desapareceria

Na opinião de Menezes Leitão, a onerosidade excessiva, corresponde a uma modalidade específica de abuso de direito, “neste caso, de um direito de crédito, já que, por força da boa fé, se torna ilegítimo ao credor a exigência da prestação numa situação em que os limites relativos ao equilíbrio das prestações no contrato se encontram ultrapassados”¹⁹⁷

Por sua vez, Oliveira Ascensão, no seu estudo «Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”», considera que existe excessiva onerosidade económica da prestação quando a alteração do montante desta é de tal forma substancial, de modo que torna o seu cumprimento um sacrifício para a parte prejudicada, muito para além do que esta poderia prever no momento da celebração do contrato¹⁹⁸. No caso dos contratos de *swap*, dir-se-ia mesmo que a prestação de uma das partes é demasiado onerosa relativamente à da contraparte, quanto ao risco que se pretendia cobrir, o que equivale a dizer que uma das partes fica onerada com uma taxa de juro descontextualizada das circunstâncias.

Consideramos que as oscilações, entendidas como “normais”, geram uma vantagem ou uma desvantagem, consoante se encontrem acima da taxa de juro fixa, ou abaixo dessa taxa, isto faz parte da normal e tolerada especulação, no entanto, o que vai para além da normalidade não pode ser considerado como uma mera desvantagem,

¹⁹⁷ Luís Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, Vol. II, 5ª Edição, 2007 p.136

¹⁹⁸ Cf. José Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in ROA, Ano 65, Vol. III, Dezembro de 2005, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias" , consultado em julho de 2018

passando a ser uma onerosidade excessiva, ou seja, a sua exigência fere o princípio da boa fé.

O simples facto de existir uma desvantagem proveniente de um contrato, não equivale a dizer que o contrato fere princípios de boa fé. Em muitos casos se verifica que a desvantagem até pode ser aceite por trazer o equilíbrio e igualdade ao contrato, tal é o caso das situações onde uma vez ganha uma parte, outra vez ganha a contraparte, e, quer o ganho, quer a perda coexistem de forma a equilibrar a relação contratual estabelecida, ao invés, a onerosidade excessiva não pode ser considerada aceitável porque deriva de um desequilíbrio em que uma das partes suporta sempre a desvantagem, sem qualquer perspectiva de retorno ou de satisfação do interesse inicial que motivou a celebração do contrato.

Ainda assim, seguimos o entendimento de Oliveira Ascensão ao referir que “servir a justiça coincide assim com garantir a manifestação concreta de autonomia que foi substancialmente consentida, e não em impor uma cega subordinação aos termos que a exprimiram em circunstâncias históricas diferentes”¹⁹⁹, ou seja, se o contrato se mostrar equilibrado deve ser honrado no seguimento do princípio contratual *pacta sunt servanda*, no entanto, se se verificar o desequilíbrio entre as prestações, deve ser admitida a sua modificação no seguimento do princípio contratual *rebus sic standibus*, para repor o equilíbrio inicial, ainda no entendimento do referido Autor “só perante a impossibilidade fáctica ou legal de modificação teremos de aceitar a resolução do contrato”²⁰⁰.

Assim é possível garantir o equilíbrio contratual ao abrigo do princípio da boa fé, em prol da prossecução dos legítimos interesses dos clientes e do da eficiência do mercado.

¹⁹⁹ Cf. José Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in ROA, Ano 65 (2005), III, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias" , consultado em julho de 2018

²⁰⁰ Cf. José Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in ROA, Ano 65, Vol. III, Dezembro 2005, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias" , consultado em julho de 2018

iii. Risco Próprio do Contrato: A *Alea* do Contrato e o Risco Inerente ao Mercado de Valores Mobiliários

Um dos temas sobre o qual é manifesta a falta de consenso, doutrinário e jurisprudencial, diz respeito ao conceito e à medida do “risco próprio do contrato”. Existem duas questões essenciais que se pretendem analisar no presente tópico. A primeira é a de saber, no âmbito do artigo 437.º n. 1 do CC, o que é que não está coberto pelos “riscos próprios do contrato”, se a “alteração anormal”, ou a “exigência das obrigações”; a segunda questão é a de saber se o regime da alteração das circunstâncias pode ser aplicado aos contratos financeiros de carácter aleatórios, ou se o facto de a álea do contrato abranger todo e qualquer risco do mercado, implica que todo e qualquer risco seja próprio do contrato financeiro, impedindo a aplicação deste regime.

Quanto à primeira questão, vejamos o artigo 437.º n. 1, *in fine* do Código Civil, onde se pode ler “não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato”. Perante este requisito Oliveira Ascensão coloca a questão de saber: “Qual o sujeito da oração?”²⁰¹ O artigo permite uma interpretação em dois sentidos diversos, por um lado pode estar a fazer referência à “exigência das obrigações” ou, por outro à “alteração anormal”. Do ponto de vista daquele Autor, “aparentemente, seria a exigência das obrigações assumidas pela parte lesada. Mas não é assim, porque não é a exigência que está ou não coberta pelos riscos próprios do contrato. O que pode estar ou não coberto pelos riscos do contrato é a alteração anormal. Temos aqui um esclarecimento essencial. A alteração é anormal quando não estiver coberta pelos riscos próprios do contrato”²⁰².

Em sentido completamente oposto e, de certa forma acutilante, vai a interpretação de Lebre de Freitas²⁰³ ao considerar que o último elemento daquele artigo, não é uma

²⁰¹ Cf. José Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in ROA, Ano 65, Vol. III, Dezembro 2005, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”, consultado em julho de 2018

²⁰² Cf. José Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in ROA, Ano 65, Vol. III, Dezembro 2005, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”, consultado em julho de 2018

²⁰³ Lebre de Freitas, *Contrato de Swap meramente especulativo*, publicado in ROA, ano 72.º, Outubro/Dezembro de 2012, p. 941- 970,

alteração anormal que não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato, mas sim “a exigência das obrigações assumidas pela parte lesada, em consequência da alteração das circunstâncias não deve estar coberta pelos riscos próprios do contrato”. Ou seja, o que o Autor vem agora propor é que o risco em causa não é um risco de uma ocorrência que altere anormalmente as circunstâncias, mas o risco de ter de se exigir a um dos contraentes que suporte uma obrigação cuja exigibilidade não estava prevista, nem poderia estar prevista como um risco próprio do contrato, e que acabou por se revelar lesiva para umas das partes.

No mesmo sentido parece ir o Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães de 31-01-2013, ao entender que mediante um contrato de *swap* que viu a sua base do negócio substancialmente modificada face à crise financeira de 2008, de tal forma que “nas circunstâncias atuais a exigência das obrigações que do contrato decorrem para a Autora não está coberta pelo risco próprio do contrato”²⁰⁴, acórdão este que foi posteriormente confirmado pelo Supremo Tribunal de Justiça em decisão proferida em 10-10-2013²⁰⁵.

Posto isto, e salvo o devido respeito, entendemos que a posição de Oliveira Ascensão não parece ser aquela que o artigo efetivamente pretende impor. Formalmente, e através de uma interpretação literal, retira-se que a “alteração anormal” é uma característica das circunstâncias, e não o elemento coberto pelos riscos próprios do contrato. Estes riscos referem-se às exigências das obrigações assumidas pelas partes.

Quanto à segunda questão colocada, o que se pretende saber é se o regime da alteração das circunstâncias pode ser aplicado aos contratos aleatórios cuja *alea* dependa do risco do mercado. As posições doutrinárias²⁰⁶ e jurisprudenciais²⁰⁷ têm-se revelado

²⁰⁴ Ac. STJ de 31-01-2013, Relator Conceição Bucho, Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1, in www.dgsi.pt

²⁰⁵ Ac. STJ, 10-10-2013, Relator Granja da Fonseca, Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, in www.dgsi.pt

²⁰⁶ Em defesa da não aplicação do regime da alteração das circunstâncias aos contratos aleatórios vejam-se os autores: Maria Clara Calheiros, João Calvão da Silva e Paulo Mota Pinto; em sentido oposto, temos José de Oliveira Ascensão, Manuel Carneiro da Frada e José Lebre de Freitas

²⁰⁷ Podemos encontrar jurisprudência atual divergente, veja-se, por exemplo, a favor da aplicação do instituto jurídico da alteração das circunstâncias, vide Ac. TRG de 31/01/2013, Relator Conceição Bucho, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1, Ac. TRL de 08/05/2014, Relator Isidro Sacarrão Martins, processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.8, em entendimento contrário vide Ac. TRL 02/07/2015, Relator Maria José Mouro, processo n.º 2118/10.2 TVLSB.L1.2, Ac. TRL 27/09/2016, Relator Manuel Marques, processo n.º 1961/13.5TVLSB.L1.1 e Ac. STJ de 26/01/2016, Relator Gabriel Catarino, processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1, com voto de vencida de Clara Sottomayor (a favor da aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias) todos em www.dgsi.pt

antagónicas, umas vão no sentido de que não estão preenchidos os requisitos para desencadear o regime de alteração das circunstâncias, outras entendem que a alteração das circunstâncias é um regime geral que deve ser aplicado a qualquer tipo de contrato e o risco assumido pelos contratos aleatórios não pode ser ilimitado. Vejamos melhor os argumentos utilizados por cada uma destas posições.

Um dos Autores que se opõe à aplicação do regime da alteração das circunstâncias é Maria Clara Calheiros ao defender que, no caso dos contratos de *swap*, a oscilação das taxas de juro nos mercados financeiros, inclusive a descida acentuada das taxas de juro, correspondem a um risco próprio do negócio e “o artigo 437º do CC é extremamente claro ao determinar que fora do âmbito de aplicação ficarão aquelas circunstâncias que correspondem ao risco próprio do negócio”²⁰⁸. Considera que as partes ao conhecerem os riscos do contrato celebrado e, com base na sua autonomia privada, decidem celebrar o contrato que posteriormente lhe vem causar prejuízos, então, considera a Autora, que não existe alteração das circunstâncias porque as partes sujeitaram-se ao ambiente de risco em que nenhuma delas poderia prever a situação, mas independentemente desse facto, ainda assim decidiram contratar. Ou seja, a oscilação das taxas de juro no mercado, ainda que abrupta e que cause prejuízos, deve ser entendida como uma consequência própria da *alea* do contrato e, por esse motivo, por força do princípio *pacta sunt servanda*, as partes têm de honrar o acordo que celebraram e responder legalmente pelas obrigações assumidas entre si²⁰⁹.

No mesmo sentido vai Calvão da Silva ao defender que “o *swap* deve ter-se por não sujeito ao regime do artigo 437.º do Código Civil, sob pena de contradição nos termos de desnaturação do *swap*” (...) “a onerosidade dita excessiva e superveniente entra no normal *alea* do contrato concreto aqui em causa, em que a distribuição da execução no tempo dos anos acordados caracteriza (e é elemento essencial do contrato de) *swap*, constituindo a cauda (*hoc sensu*) deste contrato legalmente atípico” (...) “A volatilidade dos juros é o risco próprio do *swap*, a não permitir a sua resolução, pois as partes expuseram-se voluntariamente à alteração da Euribor e a descida verificada não decorreu

²⁰⁸ Neste sentido, *vide* Maria Clara Calheiros, “O Contrato De *Swap* No Contexto Da Atual Crise Financeira Global”, in *Cadernos de Direito Privado*, n.º 42, Abril/Junho 2013, P.3-13, P. 12.

²⁰⁹ Neste sentido, *vide* Maria Clara Calheiros, “O Contrato De *Swap* No Contexto Da Atual Crise Financeira Global”, in *Cadernos de Direito Privado*, n.º 42, Abril/Junho 2013, P.3-13, P. 12

de outros eventos, causas ou circunstâncias (alteração legislativa, guerra, implosão do euro, etc.), diferentes e fora da oscilação do mercado como a *alea* do contrato de troca concretamente firmado (repartição e assunção contratual do risco)”²¹⁰.

Afirma ainda, com razão, na senda do Código civil italiano, que “a resolução não pode ser pedida se a superveniente onerosidade entra na *alea* normal do contrato”²¹¹. Não é, de facto, difícil concordar com esta afirmação, o problema é que a afirmação não responde à questão de saber se a alteração abrupta das taxas de juro corresponde à *alea* normal do contrato de *swap* ou se há uma efetiva alteração das circunstâncias, ainda que, para o Autor, a alteração das taxas de juros, quer seja abrupta ou não, faz sempre parte da *alea* que caracteriza o contrato de *swap*.

Na mesma linha de pensamento, mas com um raciocínio ligeiramente mais flexível, está Paulo Mota Pinto, que toma posição nesta querela. Para o Autor que “quando o contrato aleatório, pela sua finalidade, visa expor as partes ao risco, parece claro que apenas alterações de outras circunstâncias, diversas daquelas cujo risco as partes quiseram afetar mediante a celebração do contrato aleatório (circunstâncias já fora da *alea* contratual) poderão ser relevantes para efeitos do artigo 437, n.º 1 do CC.²¹² Já a alteração que consiste justamente na variação dos riscos que as partes quiseram, pela própria finalidade do contrato, assumir quando contrataram, integra os “riscos próprios do contrato” que estão previstos, como elemento negativo da previsão, naquela norma do Código Civil”²¹³.

Numa posição intermédia, encontra-se Vaz Serra, para quem “em princípio, o tribunal não deve aceitar a resolução dos contratos *aleatórios*, mas deve fazê-lo quando as alterações forem de tal monta que no momento da realização do contrato se considerassem completamente impossíveis”²¹⁴.

²¹⁰ João Calvão da Silva, *Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias*, in Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. 90, Tomo 2, 2014 p.553,554

²¹¹ João Calvão da Silva, *Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias*, in Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. 90, Tomo 2, 2014 p. 554

²¹² Sublinhado nosso

²¹³ Paulo Mota Pinto, *Contrato de Swap de Taxas de Juro, Jogo e Aposta e Alteração das Circunstâncias que Fundaram a Decisão de Contratar*, RLJ, ano 144.º n.º 3988, Setembro-Outubro 2014, p. 14-56, p. 46

²¹⁴ Vaz Serra, *Anotação ao Acórdão do STJ de 17/02/1980*, RLJ, ano 113º, p. 356

Opinião diversa têm Oliveira Ascensão, Carneiro da Frada e Lebre de Freitas, defendendo a aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias.

Oliveira Ascensão entende que “o facto de se recorrer à previsão legal do risco para caracterizar a alteração anormal não deve levar a concluir que o instituto não pode ser aplicado no domínio dos contratos *aleatórios*. É verdade que se o contrato é *aleatório* a parte aceitou o risco. Mas a alteração das circunstâncias funciona mesmo no domínio dos contratos *aleatórios*, porque o que estiver para lá do risco tipicamente implicado no contrato pode ser relevante”²¹⁵.

Como vimos anteriormente Carneiro da Frada também defende a aplicação do regime da alteração das circunstâncias, encontrando a base da sua argumentação no princípio contratual *rebus sic standibus*, associado à vontade das partes para celebrarem um contrato financeiro, com vista à prossecução de determinados interesses, a qual dependerá sempre das circunstâncias e do ambiente à data da celebração daquele contrato.

A obrigação assumida tem de corresponder a uma realidade objetiva, presente factual e tem de existir uma modificação radical do equilíbrio negocial, de tal forma que seja posto em causa o sentido de justiça e a exigência de tal contrato. Questiona-se, portanto, se nestes casos é plausível exigir às partes, nomeadamente à parte lesada, a manutenção das obrigações assumidas. Como refere o Autor “A boa fé a que apela o artigo 437.º, n.º 1 do CC opera assim uma forma de sindicância intrassistemática sobre as situações de facto contratuais objetivamente injustas”²¹⁶, de modo que, faz todo o sentido que “a assunção do risco corresponda a uma garantia de desempenho dentro de certo quadro de circunstâncias”²¹⁷. Os riscos de uma eventual crise não podem ser considerados abrangidos por um contrato que foi celebrado com confiança em determinada conjuntura económica e cujas cláusulas estão desenhadas apenas para aquela conjuntura, prevendo

²¹⁵José de Oliveira Ascensão, *Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias"*, ROA, Ano 65, Vol. III, Dezembro de 2005, p. 635, in www.portal.oa.pt Homepage > Comunicação > Publicações > Revista > Ano 2005 > Ano 65 - Vol. III - Dez. 2005 > Doutrina José de Oliveira Ascensão - Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias", consultado em julho de 2018

²¹⁶Carneiro da Frada, *Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 491

²¹⁷Carneiro da Frada, *Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 495

riscos que não têm alcance suficiente para da uma resposta justa e equitativa perante uma crise económica mundial.

A verdade é que ao existir um desequilíbrio contratual, em que uma das partes fica excessivamente prejudicada, provoca-se uma inequívoca situação de abuso de direito. Como relembra o Autor “o abuso de direito consubstancia-se no seu cerne uma simples exceção à exigência das obrigações assumidas perante uma grande alteração das circunstâncias. Ora o 437.º, n. 1 do CC vai mais longe: permite à parte lesada resolver o contrato ou modifica-lo segundo juízos de equidade (...) nada justifica uma oneração puramente arbitrária, injusta e valor ativamente inconsistente”²¹⁸.

O Autor conclui que a crise financeira consubstancia uma verdadeira alteração das circunstâncias que, ao onerar excessivamente uma das partes, dá lugar à inexigibilidade das obrigações assumidas, em nome da boa fé.

Por fim, também António Menezes Cordeiro parece concordar com o , citando o acórdão, considera que “os contratos de *swap* são um instrumento financeiro especialmente vocacionado para a gestão do risco da taxa de juro; só que as alterações certificadas após Setembro de 2008 e a crise do sistema financeiro não podem ser considerada como risco normal, bem como as oscilações das taxas de juro (...) como riscos próprios do contrato sob pena de se violarem gravemente os princípios de boa-fé contratual.”²¹⁹ Este acórdão, tal como acima se referiu, foi posteriormente confirmado pelo Supremo Tribunal²²⁰ de Justiça, considerando Menezes Cordeiro que “um bom banqueiro teria resolvido o problema pela negociação: levar, ao Supremo, um caso de manifesta injustiça, apenas conduziu à formação de uma corrente jurisprudencial contrária aos interesses da banca”²²¹.

²¹⁸ Carneiro da Frada, *Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, 2010, p. 453-503, p. 498

²¹⁹ António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, p. 961, citando acórdão do STJ de 31 de Janeiro de 2013, Relator Conceição Bucho, Processo n.º 1387/11.5 TBBCL

²²⁰ Acórdão do STJ de 10-10-2013, Relator Granja Fonseca, processo n.º 1381/11.5TBBCL

²²¹ António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, p. 964

Expostos os fundamentos doutrinários em resposta às diversas questões que surgem em torno da aplicação do regime da alteração das circunstâncias aos contratos de *swap*, verificamos que o estado da arte do tema em estudo não é de todo pacífico e parece estar longe de encontrar uma solução unânime. Sem prejuízo do que vai dito, considera-se ser útil tomar posição da matéria em causa.

Creemos ser possível indicar pelo menos quatro argumentos de cariz técnico-jurídico que apontam no sentido da admissibilidade de aplicação do regime da alteração das circunstâncias.

Em primeiro lugar atentemos sobre o artigo 304.º, n. 2 do CVM. Este artigo permite, desde logo, a aplicabilidade do princípio da boa fé no âmbito Direito dos Valores Mobiliários, quer à atividade de intermediação financeira, quer aos contratos celebrados no âmbito dessa atividade.

Em segundo lugar, como acima mencionado por referência à posição de Carneiro da Frada, o artigo 437.º do CC não exclui nem delimita a sua aplicabilidade a determinado tipo de contrato. Quer através de uma interpretação literal, quer de uma interpretação sistemática, não é possível excluir nenhum tipo de contrato específico do âmbito de aplicabilidade desta norma, muito pelo contrário, este instituto deve ser aplicado às obrigações em geral e a todos os tipos de contrato, uma vez que funciona como válvula de escape para situações jurídicas ofensivas do princípio da boa fé, permitindo-se às partes reformular, ou até mesmo resolver contrato.

Em terceiro lugar, este é um regime subsidiário, ou seja, só poderá ser utilizado quando e na medida da sua essencialidade, tendo-se por certo que se deve dar primazia às cláusulas do contrato financeiro celebrado, bem como do seu regime legal positivado, e só depois de ser verificar que se encontram esgotados quaisquer outros meios jurídico-legais que permitam alcançar uma resposta equitativa, é que será de aplicar o regime da alteração das circunstâncias em busca da boa aplicação da justiça no caso concreto.

Por último, a sua aplicação deve ser feita inicialmente com intuito de se proceder à modificação do contrato e, só em último, caso se poderá resultar na sua eventual

resolução, tudo isto de modo a que seja feito um esforço pelo aplicador da lei, no sentido quer de honrar o contrato celebrado pelas partes, quer de respeitar o princípio do *pacta sunt servanda*.

Conclui-se, portanto, que do ponto de vista formal não se vislumbram quaisquer impedimentos à aplicação do regime da alteração das circunstâncias a qualquer tipo de contato, nomeadamente aos contratos financeiros *aleatórios*, ainda que se admita que os mesmos estão por natureza sujeitos às oscilações dos mercados de valores mobiliários, e à *alea* que lhes é inerente, sem prejuízo de toda uma avaliação justa e equilibrada do caso concreto de cada contrato.

Analisada a questão formal de aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias, pronunciamo-nos, de seguida, sobre a vertente material subjacente à questão inicial.

Ainda que o investimento em contratos, onde que o risco assumido é mais elevado, seja uma decisão dos investidores ao abrigo da sua autonomia privada, o Direito não se pode alhear de intervir, e de procurar o equilíbrio e a proporcionalidade, nomeadamente, no caso do próprio Direito dos Valores Mobiliários que tem como princípios basilares a proteção dos interesses dos investidores e a eficiência dos mercados.

A oscilação das taxas de juro no mercado deve ser entendida como uma consequência própria da *alea* do contrato, mesmo que seja abrupta e cause prejuízos, no entanto, tal não pode obstar à aplicação do regime da alteração das circunstâncias, porque é uma exigência da boa fé para restaurar o equilíbrio entre as partes e as prestações. O intermediário financeiro que, numa posição vantajosa e favorável, continua a exigir intransigentemente ao investidor o cumprimento de uma prestação que, entretanto, se tornou descontextualizada da realidade, caindo no âmbito de aplicação da figura do abuso de direito, o que corresponde a uma grave violação dos princípios da boa fé, que vai para além dos riscos previstos pelo contrato e além do que seria exigível às partes.

Entendemos assim que a violação da boa fé não está na desvantagem em si, porque essa faz parte da *alea* do contrato, mas sim na contínua exigência e intransigência de uma prestação que se tornou descontextualizada, desatualizada e desproporcional, uma vez

que o proveito financeiro que daí retira torna-se injusto, pois as partes já não se encontram em pé de igualdade. A aplicabilidade prática do artigo 437.º do CC é exatamente corrigir e devolver o equilíbrio ao negócio.

Neste sentido, a alteração das circunstâncias é um instituto de aplicação subsidiária que não pode ser afastado, mas ao invés, deve ser sempre analisado em cada caso concreto e funcionar como “válvula de escape” de proteção-jurídica em prol, não apenas das partes, mas da justiça, e da equilibrada aplicação dos princípios jurídicos contratuais e na formação de uma decisão mais justa por parte do intérprete-aplicador.

Em nossa opinião, não parece aceitável defender afincadamente a continua validade de um contrato, ainda que *aleatório*, que por motivos alheios às partes onera de tal forma um dos contraentes, ficando desfigurado da sua virtuosidade inicial e, conseqüentemente, tornando-se ofensivo aos ditames da boa fé, pelo que nos posicionamos no presente estudo em defesa da aplicabilidade deste regime aos contratos aleatórios.

12.5. Princípio da Transparência

Outro princípio de extrema importância é o princípio da transparência. Encontrase regulado no Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho, que transpõe a Diretiva da Transparência²²², podendo também encontrar referências ao mesmo no CVM, nos artigos 304.º, n. 2 e 378.º, do referido diploma. A regra da transparência surge como meio jurídico que vai funcionar em duas vertentes: por um lado, para fazer face a um mercado cada vez mais complexo nas suas transações e nos próprios valores mobiliários transacionados, por outro lado, para diminuir a exposição económica dos investidores face às empresas.

A transparência concretiza-se numa característica, não só dos mercados, mas também da informação prestada. Temos assistido à evolução de um mercado de valores mobiliários assente em informação, e nessa medida, a informação deve respeitar não só

²²² Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Diretiva 2001/34/CE.

aos valores mobiliários comercializados, mas também às próprias entidades emitentes, a sua solvência, a sua capacidade de resposta às oscilações do mercado, a sua credibilidade, entre outros aspetos que irão, certamente, influenciar a tomada de decisão do investidor.

Outro dos objetivos da transparência é promover o equilíbrio entre os contraentes, emitentes, intermediários e investidores. Em princípio os dois primeiros encontrar-se-ão numa situação negocial privilegiada porque detêm mais, e melhor, informação sobre os valores que pretendem transacionar. Por sua vez, os investidores não terão acesso à informação, salvo a que lhe for facultada.

É a própria lei que, de algum modo vai servir de “incentivo” aos emitentes e aos intermediários financeiros para providenciar mais e melhor informação, com maior transparência, de modo a que o investidor saiba tanto quanto possível sobre o produto financeiro no qual pretende investir. Assim, ambas as partes negociais estarão em pé de igualdade no que concerne ao objeto do negócio a celebrar.

Uma questão relacionada com o princípio em análise, e que no fundo será, a outra face da moeda, é claramente a do crime de abuso de informação²²³. Com efeito, ali onde exista um conjunto de dados e informações classificados como privilegiados, aos quais os intermediários financeiros têm acesso, mas que estão impedidos de publicar, suscita-se a questão de saber em que medida pode o intermediário disponibilizar esta informação, sem com isso violar ou colocar em risco o núcleo de informação privilegiada

Estes princípios chocam entre si e são passíveis de gerar conflito na atuação do intermediário financeiro, no entanto, ambos derivam do princípio geral da defesa do mercado. Se por um lado a transparência exige que a informação tenha a melhor qualidade possível, o dever de sigilo²²⁴ requer uma especial proteção da informação que é de conhecimento interno do intermediário financeiro e que não pode ser divulgadas (*insider trading*). O princípio, e ao mesmo tempo dever, de segredo é definido nos artigos 78.º e 79.º do RGIC e corresponde ao dever a que estão adstritas as pessoas que atuam no

²²³ Vide artigo 378.º do CVM;

²²⁴ Vide artigo 304.º, n. 4 do CV;

sistema financeiro e que as vincula a não revelar e não utilizar para benefício próprio, ou alheio, factos a que têm acesso, em virtude de tal atividade.

Ora a linha de separação entre a informação que deve ser transmitida e a que deve ser mantida em segredo é ténue. Imaginemos a seguinte situação: o investidor A pretende investir num produto financeiro da entidade emitente B, através do intermediário financeiro C. O intermediário financeiro, por sua vez, é um banco com uma rigorosa política de sigilo quanto a informações dos seus clientes, e o emitente 'B é seu cliente. Com base nisso, o intermediário financeiro C, que tem conhecimento privilegiado da situação bancária do B, apurou que o seu capital se encontrava de tal forma onerado que se previa uma situação financeira instável, pelo que não seria aconselhável o investimento que A pretendia realizar. Será que o C deveria prestar esta informação ao investidor A em prol da transparência e da informação? Ou, pelo contrário, deve guardar esta informação em cumprimento dos deveres de sigilo profissional, omitindo a informação ao investidor?

Neste caso, o artigo 378.º, n.1, b) do CVM, refere claramente que não deve prestar tal informação a A, sob pena de ser aplicada a C uma pena cuja moldura penal vai até aos cinco anos de prisão ou pena de multa por abuso de informação. Naturalmente que C fica colocado numa situação de conflito, pois por um lado está obrigado pelo dever de transparência e, por outro lado, está vinculado à regra da proteção da informação privilegiada.

Dir-se-á mesmo que um dos limites ao dever de informação será a norma que prevê o abuso de informação de forma a que a informação seja prestada com qualidade e transparência, excluindo-se, assim, as informações de carácter privilegiado. Nos casos de conflito e em prol da transparência de mercado e do próprio sigilo a que está obrigado. O intermediário financeiro, com base no princípio da boa fé²²⁵, deve confrontar o seu cliente, o emitente, e delinear uma nova estratégia de negociação no mercado que garanta o cumprimento dos dois princípios fundamentais do Direito dos Valores Mobiliários e salvaguardar assim a transparência e a eficiência de mercado.

²²⁵ Vide artigo 304.º, n. 2 do CVM;

PARTE IV

CONSEQUÊNCIAS DA VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAÇÃO

13. A responsabilidade civil no Código dos Valores Mobiliários

Apurado o conteúdo e limites do dever de informação, é mister fazer uma sucinta análise das principais consequências que a sua violação pode acarretar para o intermediário financeiro.

A possibilidade de uma atuação do intermediário, contrária ao dever de informação, pode causar danos na esfera jurídica dos clientes, com quem se relaciona, não poderia, como é lógico, ficar fora sem proteção do Direito. E não fica. Com efeito, e nos termos do disposto no artigo 304.º-A do CVM, o intermediário ficará sujeito ao regime da responsabilidade civil por atos ilícitos

Tal como sucedeu na análise do princípio da boa fé, também aqui importa articular o Direito dos Valores Mobiliários com o direito privado comum²²⁶. Nas palavras de Carneiro da Frada, “o CVM funda seguramente uma proteção extracontratual – de natureza delitual – dos clientes em virtude do carácter de disposições de proteção de diversas normas que preveem deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros”²²⁷. É certo que, continua o Autor, isto não significa que todas as normas que incidam sobre deveres de informação correspondam a normas de proteção para efeitos de aplicação do artigo 483.º, n.1 do CC, na verdade, “A responsabilidade civil há-de emanar da violação de um dever que o cliente de intermediação financeira teria legitimamente a expectativa de ser observado pelo intermediário financeiro, enquanto tal, independentemente da natureza mais ou menos complexa do intermediário financeiro”²²⁸.

²²⁶ Carneiro da Frada, *A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros Por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros*, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 2017, p. 401-409, p. 401

²²⁷ Carneiro da Frada, *A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros Por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros*, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 2017, p. 401-409, p. 402

²²⁸ Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap - O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Almedina, 2017, p. 365

Refira-se, ainda, o entendimento de Maria Azeredo de Almeida que parece defender, que sem prejuízo dos deveres dos intermediários, as restantes normas do CVM são verdadeiras normas de proteção, uma vez que o bem que se pretende garantir é a proteção dos investidores e o mercado, mais acrescentando a Autora que a proteção dos clientes é um mero instrumento para a proteção do mercado²²⁹. Acompanha-se naturalmente esta posição, já que, como referimos ao longo deste estudo, definimos aqueles dois princípios como princípios basilares do Direito dos Valores Mobiliários.

Também afirma Carneiro da Frada ensina que, ao contrário das normas de proteção que são tipicamente não autónomas da estatuição do artigo 483.º n. 1 do CC, “sempre que uma norma do CVM aponte como consequência imediata da violação da respetivos deveres a responsabilidade civil, ela é autossuficiente para determinar a obrigação de indemnizar”. Ou seja, em rigor, simplifica-se a tarefa do intérprete – aplicador que assim deixa de ter de fazer a “ginástica jurídica” para estabelecer a ligação entre a norma violada e o artigo 483.º, n. 1 do Código Civil, pois “encontra-se diante de uma norma especial de responsabilidade completa e autónoma”.

Como sintetiza Nuno Ricardo Pena a este propósito "a responsabilidade civil há-de emanar da violação de um dever que o cliente de intermediação financeira teria legitimamente a expectativa de ser observado pelo intermediário financeiro, enquanto tal, independentemente da natureza mais ou menos complexa do intermediário financeiro"²³⁰, porquanto está aqui em causa, nos termos do n.º 1 do artigo 304.º-A do CVM, a violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade, que compreendem, naturalmente, o dever de informação.

A responsabilidade civil extracontratual será só uma face da moeda. O artigo 304.º- A, n. 2 do CVM faz prever a presunção da culpa nos casos de violação de deveres de informação, no âmbito das relações contratuais e pré-contratuais. Pelo que, aqui também encontramos uma extensão ao regime da responsabilidade contratual, consagrado

²²⁹ Neste sentido, vide Margarida Azeredo Almeida, *A Responsabilidade Civil Por Prospecto no Direito dos Valores Mobiliários: O Bem Jurídico Protegido*, Dissertação de Doutoramento, Coimbra, 2014, 132 e ss., 237 e ss. e 503 e ss.

²³⁰ Nuno Ricardo da Pena, *CVM Anotado e Comentado*, Edição do Autor, 2ª Edição, Revista, Atualizada e Aumentada, p. 365

nos artigos 798.º e 799.º do CC. Dedicar-lhe-emos maior atenção nos pontos seguintes.

Em suma, podemos verificar que o artigo 304.º-A do CVM corresponde a uma extensão da responsabilidade civil por factos ilícitos prevista no artigo 438.º do CC e que a maior parte das disposições legais consagradas no Código dos Valores Mobiliários, consubstanciam, em grande medida, verdadeiras normas de proteção para aplicação do artigo 483.º n.1, do CC²³¹. Mais se conclui que o artigo 304.º-A não exclui a aplicação da responsabilidade civil obrigacional, pelo contrário, presume a culpa do intermediário financeiro sempre que sejam violados deveres de informação no âmbito das relações contratuais e pré-contratuais.

14. O especial relevo da informação na fase pré-contratual

Não se pode negar que a fase mais relevante, no que diz respeito à prestação de informação, é a fase pré-contratual. É nesse momento que, tendo a vista a celebração de um contrato – e ainda que não o celebrem –, as partes devem pautar a sua conduta segundo as regras da boa fé, sob pena de responder pelos danos que causarem à contraparte, tal como estipula o artigo 227.º, n. 1 do Código Civil.

Há quem divida a fase pré-contratual em dois momentos²³²: a fase negociatória e a fase decisória.

Na primeira, o intermediário financeiro fará uma apresentação do produto é um momento de negociação que terminará com a emissão, ou não, de uma proposta para celebração do contrato²³³. Nesta fase, e como ensinava Inocêncio Galvão Telles, entende-se não existir qualquer obrigação de contratar²³⁴. Na segunda, a fase decisória, inicia-se com a apresentação da proposta concreta por parte do intermediário, termina, ou não, com a celebração do contrato. Se é certo que não se pode afirmar, que nesta segunda fase exista

²³¹ Seguindo o entendimento de Carlos Ferreira de Almeida, Carneiro da Frada, *A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros Por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros*, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 2017, p. 401-409, p. 402

²³² Simão Mentos Sousa, *Contrato de Swap de Taxa de Juro: Dever de Informação e Efeitos da Violação do Dever*, 1ª Reimpressão, AAFDL Editora, 2017, p.153

²³³ Luís Menezes Leitão, *Direito das Obrigações, 1.º volume, Introdução. Da Constituição das Obrigações*, 11ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014, p. 322

²³⁴ Inocêncio Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, Refundido e Actualizado, 4.ª Edição, Coimbra Editora, 2002, p. 322

uma obrigação de celebrar o contrato, uma vez que as negociações podem mostrar-se infrutíferas para uma ou ambas as partes, a verdade é que já existe uma expectativa e, nessa medida, e por recurso ao princípio da boa fé, consagrado no artigo 227.º do CC, já se pode apelar à proteção por parte do Direito. Ora, é nesta segunda que se poderá desencadear o instituto da responsabilidade civil, na modalidade de responsabilidade pré-contratual. Como refere o Supremo Tribunal de Justiça, em acórdão de 25-02-2014:

“A cláusula geral da boa-fé é uma das técnicas jurídicas mais importantes para introduzir, no contrato, uma ética de cooperação e de solidariedade, restringindo o comportamento oportunista e a prioridade concedida pela doutrina clássica à autodefesa dos interesses exclusivos de uma das partes. É neste contexto que se vão alargando os deveres contratuais das partes aos chamados deveres laterais de conduta, como os deveres de lealdade, de conselho, de assistência e de cooperação. O princípio geral de boa-fé tem aqui relevância na sua dupla dimensão objetiva e subjetiva, enquanto regra de conduta e exigência de respeito mútuo, e como interdição de enganar outrem ou de agir em relação a outrem com a intenção de prejudicar. *A boa-fé exige, na fase pré-negocial, a observância de deveres de informação, esclarecimento e lealdade, tendo em vista os interesses legítimos da contraparte*²³⁵.

A responsabilidade pré-contratual abrange justamente os danos provenientes da violação desses deveres secundários decorrentes do dever de boa-fé pré-negocial. Esta modalidade de responsabilidade civil, independentemente da questão de saber da sua natureza contratual ou extracontratual, exige a verificação dos requisitos gerais da responsabilidade civil: facto voluntário, ilicitude, culpa, dano e nexos de causalidade entre o facto e o dano²³⁶. Será que se pode dizer que na fase de negociação o intermediário financeiro responde no âmbito da responsabilidade civil extracontratual, e na fase decisória responde já no âmbito da responsabilidade contratual? É em resposta a esta pergunta que iremos desenvolver o ponto seguinte.

²³⁵ Itálico nosso

²³⁶ Acórdão do STJ, 25-02-2014, Relator Maria Clara Sottomayor, Processo n.º 287/10.0 TBMIR.S1

16. Regime de Responsabilidade Civil Aplicável

Como se referiu anteriormente, a responsabilidade civil do intermediário financeiro encontra-se consagrada no artigo n. 304.º-A do CVM, do qual decorre que:

“1 - 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 atividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de Autoridade pública.”

Estabelece ainda a norma que “2 - A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação.”

Da análise do artigo podemos verificar que a mesma incorpora duas modalidades distintas de responsabilidade. No seu n. 1, consagra-se a obrigação que os intermediários financeiros, em caso de violação dos seus deveres de informação, responderam pelos danos causados a “qualquer pessoa”: Ermos assim a responsabilidade civil delitual. Por sua vez, o n. 2, dirige-se apenas para as pessoas com quem o intermediário financeiro tenha já estabelecida uma relação contratual ou pré-contratual, estabelecendo uma presunção de culpa do intermediário, em caso de violação dos seus deveres, nomeadamente o dever de informação. Pelo que nos remete para o âmbito de aplicação da responsabilidade contratual.

A responsabilidade contratual, ou obrigacional, resulta do incumprimento de obrigações, ou seja, “pressupõe a existência de uma relação intersubjetiva, que primariamente atribuída ao lesado um direito à prestação, surgindo como consequência da violação de um dever emergente dessa relação específica. A responsabilidade obrigacional destina-se à tutela e à realização das expectativas ligadas ao vínculo obrigacional. O seu fundamento é, no caso da assunção contratual de obrigações, uma frustração da promessa de realização nos termos acordados. Por isso, a responsabilidade obrigacional pauta-se pelo interesse de cumprimento da obrigação. Ela protege contra um

risco específico de dano, aquele que decorre de uma relação creditícia precedentemente instituída entre as partes e que é, afinal, o risco da falha ou frustração do plano obrigacional estabelecido. É pois uma responsabilidade que ocorre entre pessoas determinadas e que deriva de um vínculo específico (creditício) estabelecido entre elas”.²³⁷

A doutrina tem-se dividido quanto à aplicação de uma ou de outra modalidade da responsabilidade civil a propósito da violação dos deveres de informação do intermediário financeiro no âmbito da sua atividade.

Por exemplo, Menezes Leitão considera que “há que ponderar, confrontando os seus pressupostos, se se deve efetuar o seu enquadramento no âmbito da responsabilidade delitual, por violação de direitos absolutos ou disposições legais de proteção (art. 483 e sgs. do C. Civil) ou obrigacional, pelo incumprimento das obrigações artigos 798 e sgs. do Código Civil ou se deve ainda inseri-la no âmbito das categorias de responsabilidade que têm contribuído para abalar a rigidez da repartição entre estas duas categorias, como a da responsabilidade pré-contratual, a responsabilidade por informações e a responsabilidade civil do gestor de negócios, em relação às quais se tem falado na esteira de Canaris de uma terceira via de responsabilidade civil”²³⁸.

Em sentido diverso parece ir A. Barreto Menezes Cordeiro, que faz uma construção jurídica clara e concisa, entende que o artigo 304.º-A relaciona a responsabilidade obrigacional (artigos 798.º e 799.º do CC) com a responsabilidade delitual (artigo 483.º n. 1 do CC). Assim, a responsabilidade civil delitual, deverá ser desencadeada quer por violação de um direito subjetivo, quer pela violação de normas de proteção. Por outro lado, a responsabilidade civil obrigacional, deverá ser aplicada quando se verificar a violação de uma obrigação contratual, ou a violação de uma obrigação legal específica. Tomando estes conceitos como ponto de partida, afirma o Autor que nos casos em que existe um contrato e, com base nesse contrato, se estabelece

²³⁷ Entendimento de Carneiro da Frada, *Uma "terceira via" no direito da responsabilidade civil?*, Almedina, 1997, pág. 22- 23, citado in Acórdão do STJ 04-05-2017 Relator LOPES REGO, processo n.º 1961/13.5TVLSB.L1.S1

²³⁸ Luís Menezes Leitão, *Direitos dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, pág. 45, obra citada pelo Acórdão do STJ, de 05-05-2016, Relator Gabriel Catarino, Processo, n.º 8013/10.8TBBERG.G2.S1, in www.dgsi.pt

uma relação contratual, então não há dúvida de que estamos no campo da responsabilidade civil obrigacional. A questão torna-se mais duvidosa nos casos em que o intermediário financeiro viola uma norma de proteção, por exemplo uma norma de organização interna, em que já não estamos perante a violação de um dever específico para com o cliente, mas sim um dever genérico imposto por lei. Nestes casos, entende o Autor que, a possibilidade de aplicação da responsabilidade obrigacional deve ser excluída, restando apenas a aplicação do artigo 498.º n. 1 do CC.²³⁹

Cumpra tomar posição. Uma vez que o artigo 227.º do Código Civil não estipula um regime concreto de responsabilidade civil que deve ser aplicado aos casos de culpa *in contrahendo*, parece-nos mais adequado adotar a via da aplicação da responsabilidade obrigacional. Ora, primeiramente é preciso analisar o dever de informação do intermediário financeiro que, como já foi referido, vai ter maior importância numa fase pré-contratual, de modo a que o investidor possa tomar a decisão de contratar ou não. Como também já foi referido, há Autores que defendem que esta fase pré-contratual se divide em dois momentos separados pela proposta contratual.

Com base nesta separação e considerando que é inegável a criação de expectativas das partes na esperança da celebração de um contrato de investimento, as quais são merecedoras de tutela jurídica, ainda que não surjam no contrato, mas surgem por causa do contrato, ou com a esperança da sua celebração, defendemos, então, que antes da proposta negocial, caso se verifique que o intermediário financeiro violou os seus deveres de informação, deve ser aplicado o regime da responsabilidade civil extracontratual, nos termos do artigo 438.º n. 1 do Código Civil.

Contudo, a partir do momento em que existe uma proposta contratual, a responsabilidade civil do intermediário financeiro, em caso de violação dos seus deveres, deverá ser desencadeada ao abrigo da responsabilidade civil obrigacional. Como ensina Almeida Costa, apesar de o contrato ainda não ter sido celebrado, entende o Autor que, por força do princípio da consunção deve a aplicação da responsabilidade extracontratual ser “consumida” pelo regime da responsabilidade contratual, no entanto, aceita que na

²³⁹ Neste sentido, vide A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, p. 290 a 295

análise do caso contrato pode o juiz complementar o regime desta com elementos da responsabilidade extracontratual, em prol de uma decisão mais justa²⁴⁰.

Ora, também assim explica o Supremo Tribunal de Justiça que “a jurisprudência aplica o princípio da consunção, de acordo com o qual o regime da responsabilidade contratual consome o da extracontratual, solução mais ajustada aos interesses do lesado e mais conforme ao princípio geral da autonomia privada”²⁴¹.

Assim, posicionamo-nos no sentido, de que há uma extensão da aplicação do regime da responsabilidade contratual até ao momento em que é efetuada a proposta por uma das partes, presumindo-se a culpa nos termos do artigo 304.º-A, n. 2 do CVM.

16. Responsabilidade Civil e Contratos de *Swap*

Ainda no campo da responsabilidade contratual do intermediário financeiro, podemos verificar que no caso dos investidores não qualificados é obrigatório que os contratos apresentem forma escrita, sob pena de nulidade que os contratos de *swap* são contratos de adesão e que assumem forma de cláusulas contratuais gerais.

Assim estipula o artigo 321.º do CVM: “1 - *Os contratos de intermediação financeira relativos aos serviços previstos nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º e a) e b) do artigo 291.º e celebrados com investidores não qualificados revestem a forma escrita e só estes podem invocar a nulidade resultante da inobservância de forma.*

2 - *Os contratos de intermediação financeira podem ser celebrados com base em cláusulas gerais.*

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

O facto dos contratos de *swap* se encontrarem sujeitos a este regime jurídico, acarreta a necessidade de um acréscimo de deveres de informação. O intermediário

²⁴⁰ Mário Júlio de Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, Reimpressão da 12.ª Edição Revista e Aumentada, Almedina, 2018, p. 552, 553

²⁴¹ Acórdão do STJ, de 07-03-2017, Relator Gabriel Catarino, 6669/11.3TBVNG.S1, in www.dgsi.pt

financeiro tem de informar o investidor sobre o conteúdo das cláusulas²⁴², bem como de responder com clareza às dúvidas e questões que lhe sejam colocadas²⁴³. No primeiro caso estaremos sob a égide de um dever pró-ativo, no segundo, sob um dever reativo²⁴⁴.

Neste tipo de contratos complexos, a informação de qualidade tem a maior relevância, um vez que na fase de negociação as partes têm de estar conscientes dos riscos da celebração do contrato, nomeadamente o investidor, tem de ter conhecimento das cláusulas que aceita²⁴⁵.

O intermediário financeiro tem o dever de prestar a informação e tem de conseguir provar que o fez, sob pena de nulidade do contrato, foi este o entendimento do STJ, no acórdão de 04-05-2017, onde se julgou a questão da violação de deveres de informação do intermediário financeiro, num contrato de *swap*, celebrado por adesão a cláusulas contratuais gerais. Considerou aquele Tribunal que o dever informação, legalmente imposto com base no respeito pelo princípio da boa fé, que consta no artigo 9.º, n. 2 da LCCG, não pode deixar de ser moldado em função do que está previsto no Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente, no que diz respeito quer à qualidade da informação, quer ao regime de responsabilidade civil aplicável.

Assim, a violação do dever de informação em contratos celebrados sob a forma de cláusulas contratuais gerais, leva à nulidade do próprio contrato de *swap* e consequente obrigação de restituição²⁴⁶, de acordo com os artigos 8.º al. b) e 9.º n. 2 da LCCG e o intermediário financeiro poderá ser responsabilizado civilmente por violação dos deveres do artigo 312.º do CVM, nos termos do artigo 304.º -A do CVM.

Podemos concluir que existe um reforço do dever de informação dos intermediários financeiros relativamente aos contratos aleatórios, nomeadamente os contratos de *swap*. Estes contratos são contratos de risco por excelência, comportando

²⁴² Artigos 5.º e 6.º, n. 1 do DL n.º 446/85, de 25 de outubro

²⁴³ Artigo 6.º, n. 2 do DL n.º 446/85, de 25 de outubro, Lei das Cláusulas Contratuais Gerais (LCCG)

²⁴⁴ Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap – O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Almedina, 2017, p. 166

²⁴⁵ Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap – O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Almedina, 2017, p. 179

²⁴⁶ Acórdão do STJ, de 04-05-2017, Relator: Lopes Rego, Processo n.º 1961/13.5TVLSB.L1.S1

elevado nível de complexidade, logo o intermediário financeiro, enquanto profissional qualificado, deve diligenciar no sentido de diminuir as assimetrias financeiras geradas pela oscilação dos fluxos do mercado, bem como garantir que o investidor está devidamente informado das especificidades do contrato que pretende celebrar.

No caso dos contratos de *swap*, além do regime consagrado nos artigos 312.º e seguintes do CVM, também lhe é aplicável o regime das CCG que lhes, onde se exige ao intermediário financeiro o cumprimento dos deveres de informação, não dispensando a aplicabilidade do regime de responsabilidade civil previsto quer no artigo 304.º-A do CVM, quer no respetivo regime geral consagrado no Código Civil.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

1. Os intermediários financeiros, no exercício das suas funções, encontram-se vinculados a uma variedade de princípios e deveres. Os deveres podem ser gerais, específico ou de organização interna o do qual se salienta o dever de informação.
2. O dever de informação é um dever geral dos intermediários financeiros, ao serviço do princípio da proteção do interesse dos clientes, bem como da eficiência dos mercados, manifestando-se, entre outros, através dos deveres de adequação e de categorização.
3. A informação prestada pelo intermediário financeiro tem de ser informação de qualidade pelo que tem de ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, qualidade estas que são cumulativas.
4. O dever de informação tem especial relevância no momento anterior à celebração do negócio, pois é nesse momento que devem ser prestadas todas as informações necessárias a uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada.
5. Existe um acréscimo da regulamentação em torno dos deveres de informação do intermediário financeiro, bem como um alargamento do regime da responsabilidade aplicável por violação destes deveres, no entanto, o objetivo que se pretende atingir é a defesa do cliente e a eficiência dos mercados através da proteção dos investidores.
6. A intensidade da informação fornecida pelo intermediário não varia unicamente em função do cliente ou categoria do investidor, mas também consoante o instrumento financeiro alvo do investimento. Existem instrumentos que, devido ao elevado grau de complexidade, implicam simultaneamente um acréscimo dos deveres de informação no momento da negociação, sendo um deles, a título de exemplo, a elaboração e disponibilização ao investidor e um documento informativo designado IFI – Informações Fundamentais ao Investidor.
7. Os contratos aleatórios caracterizam-se por lhes corresponder uma *alea*, ou seja, uma expectativa em que cada um dos contraentes tanto tem a possibilidade de ganhar (face positiva da *alea*), como corre o risco de perder (face negativa da *alea*).

8. Os derivados são contratos aos quais subjaz um ativo subjacente e sobre o qual irão exercer a função de cobertura de risco (*hedging*), função de especulação (*trading*) e/ou função de arbitragem (*mispricing*), encontrando-se tipificados no artigo 2.º, n. 1, alíneas c) a f) do CVM.
9. Designam-se contratos de *swap* aqueles em que as partes permutam as suas prestações ou instrumentos financeiros, celebrados, essencialmente, ao nível das taxas, mas pode ser ao nível de qualquer elemento financeiro. A forma destes contratos tem seguido o modelo da ISDA - (*International Swaps and Derivatives Association*), e podem ser celebrados enquanto contratos de adesão a cláusulas contratuais gerais. Os *swaps* são contratos aleatórios e são derivados de balcão, uma vez que é celebrado com base num montante nocional, real ou hipotético, e são comercializados fora de bolsa.
10. A validade dos contratos de *swap* é posta em causa devido ao grau de especulação que lhes é inerente, o que os equipara ao regime do contrato de jogo e aposta.
11. A especulação é a aposta na valorização ou desvalorização de determinado ativo no mercado, mediante a qual o especulador, espera obter determinado benefício económico. É um elemento dos mercados que não é bem aceite pela sociedade, na medida em que é geradora de injustiças e desigualdade, no entanto a especulação também tem uma vantagem de influenciar positivamente a fluidez do mercado financeiro.
12. No sentido de controlar especulação, o artigo 99.º, c) da CRP atribui ao Estado a função de combate às práticas especulativas o que impõe a necessidade de regulamentar as situações especiais em que tais práticas são permitidas e em que medida.
13. Também o jogo e aposta, nos termos do artigo 1245º do CC são considerados como contratos inválidos, pelo que se limitam aos jogos e apostas legalmente previstos em permitidos em lei especial, ainda assim, são apenas fonte de obrigações naturais.
14. Os *swaps* enquanto derivados possuem uma carga especulativa sobre as variáveis que incidem sobre o ativo subjacente que lhe serve de base. A validade do *swap* afere-se consoante o ativo subjacente é um montante real ou fictício, concluímos no presente estudo que enquanto o ativo subjacente for um montante real, a especulação é legitimada pela função de cobertura de risco, se, por outro lado, se

- o montante nocional for fictício estaremos perante um contrato puramente especulativo, sem qualquer regulamentação especial que legitime a sua validade, logo deve ser considerado nulo por contrariedade à ordem pública e ofensa aos bons costumes nos termos dos artigos 280.º n. 2 e 281.º ambos do CC.
15. São princípios da atividade de intermediação financeira os princípios consagrados no artigo 304.º n. 1 e 2 do CVM, dos quais consideramos o princípio da proteção dos legítimos interesses dos clientes, o princípio da eficiência do mercado, o princípio da boa fé e o princípio da transparência.
 16. O princípio da proteção dos legítimos interesses dos clientes, impele-nos a estabelecer a distinção entre clientes e investidores, da qual se aferiu que a defesa dos clientes implica uma viragem do foco do direito dos Valores Mobiliários na proteção do interesse público, para servir interesses particulares, ou pelo menos em determinados casos, dar prevalência aos interesses do cliente sobre os seus próprios interesses.
 17. O princípio da eficiência do mercado tem como fim a defesa do interesse público, não é um princípio limitado à atividade dos intermediários financeiros, mas é um pilar do Direito dos Valores Mobiliários em geral, no entanto, é o artigo 304.º n. 1 do CVM que, ao consagrar este princípio revela a sua importância. O dever de informação é um instrumento essencial para a defesa do interesse público através da eficiência dos mercados.
 18. Quanto ao princípio da boa fé, permite-nos confirmar a necessidade de completar o Direito dos Valores Mobiliários com o direito comum, o que permitiu analisar quer o dever de informação e os contratos aleatórios à luz dos vários institutos da boa fé como é o caso da *culpa in contrahendo*, a integração de negócios, o abuso de direito e a alteração das circunstâncias.
 19. Através da análise do princípio da transparência compreendemos que tem em vista estabelecer a segurança nas transações financeiras e promover a credibilidade das instituições e instrumentos financeiros, impedindo a prática de atividades ilícitas.
 20. A violação dos deveres de informação acarreta consequências quer ao nível da responsabilidade civil extracontratual, quer ao nível da responsabilidade civil contratual, no entanto, o dever de informar tem especial relevância no momento anterior à tomada de decisão de contratar, pelo que se deve dar a mesma relevância à aplicabilidade da responsabilidade pré-contratual.

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, António Pereira de – “Instrumentos Financeiros: Os Swaps”, in Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Coimbra: Almedina, 2011, Vol. II, p. 37-70.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de – *Contratos III - Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*. Reimpressão da 2.ª Edição de 2013. Coimbra: Almedina, 2017.
- “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001. Vol. III, p. 121-136.
- “Swaps de Troca e Swaps Diferenciais”, in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira (agosto de 2015), Vol. I, p. 11-22.
- ALMEIDA Margarida Azeredo - *A Responsabilidade Civil Por Prospecto no Direito dos Valores Mobiliários: O Bem Jurídico Protegido*, Dissertação de Doutoramento, Coimbra, 2014
- ANDRADE, Manuel de – *Teoria Geral das Obrigações*. Com a colaboração de Rui de Alarcão. 3.ª Edição. Coimbra: Almedina, 1966.
- ANTUNES, José Engrácia – “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos”, in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, N.º 56 (abril 2017), p. 31-52
- *Os Instrumentos Financeiros*. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2017.
- ASCENSÃO, José de Oliveira – “Onerosidade excessiva por "alteração das circunstâncias", in Revista da Ordem dos Advogados. Ano 65 (dezembro de 2005), Vol. III
- CALHEIROS, Maria Clara – “O Contrato de Swap”, *STVDIA IVRIDICA* 51, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra: Coimbra Editora, 2000.
- CALHEIROS, Maria Clara - “O Contrato De Swap No Contexto Da Atual Crise Financeira Global”, in Cadernos de Direito Privado, n.º 42, Abril/Junho 2013, P.3-13, P. 5 ss.

- CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2016.
- CANOTILHO, Gomes; MOREIRA, Vital, CRP - *Constituição da República Portuguesa Anotada, Artigos 1.º a 107.º*, Volume I, 4ª Edição, Coimbra Editora
- CARVALHO, Orlando – *Teoria Geral do Direito Civil*. Coimbra: Coimbra Editora, 2012.
- CASTRO, Carlos Osório de, “A Informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: LEX, 1997, P. 333-348.
- CORDEIRO, A. Barreto Menezes – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2017.
- CORDEIRO, António Menezes – *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*. Lisboa: Lex, 1997.
- *Direito dos Seguros*. 2ª Edição Revista e Atualizada. Coimbra: Almedina, 2016.
- *Manual de Direito Bancário*. 6.ª Edição. Coimbra: Almedina, 2016.
- *Tratado de Direito Civil*. 3.ª Edição Revista e Atualizada. Coimbra: Almedina, 2018. Vol. I.,
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA – *Direito da Obrigações*, Reimpressão da 12.ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra: Almedina, 2018
- DÍAZ GÓMEZ, M.J., *El contrato aleatorio*, Granada, 2004
- DWORKING, Ronald – *Taking Rights Seriously*. Bloomsbury Publishing, 2013.
- ESTEVES, João Cantiga – “Contratos de Swap Revisitados”, in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, N.º 44 (abril 2013), p.71 - 84
- FERNANDES, Luís Carvalho – *Teoria Geral do Direito Civil, Vol. II: Fontes Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*. 5ª Edição Revista e Atualizada. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010.
- FERREIRA, Amadeu José – “Direito dos Valores Mobiliários”, in *Sumários das lições dadas ao 5º ano, menções de ciências jurídicas e ciências jurídico económicas*, no ano

lectivo de 1997/1998, 1.º e 2.º semestres, Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1997.

- FERREIRA, Eduardo Paz – “A Informação no mercado de valores mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, 2001. Vol. III. P. 137-160

- FRADA, Carneiro da – “A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coimbra: Almedina, 2017. P. 401 – 410.

– “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs Contratos de Gestão de Carteiras”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia*, Vol. III., Coimbra: Coimbra Editora, 2010, p. 453-503.

- FREITAS, José Lebre de – “O contrato de Swap meramente especulativo”, in *Revista da Ordem dos Advogados*. Ano 72.º (Outubro/Dezembro 2012), p. 941- 970

- GONZALEZ, Pedro Boullosa – “Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 44, (Abril 2013), p. 10-28

- GONZALES, Pedro Boullosa – “Qualidade da Informação”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 49, (Dezembro 2014), p. 8-17.

- “Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n. 44, Abril 2013, p. 10-28.

- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes – *Direito das Obrigações, 1.º volume, Introdução. Da Constituição das Obrigações*, 11ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014

- MARTINS, Fazenda – “Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*. N.º 7 (abril de 2000), p. 330-350.

- MORAIS, Jorge Alves; LIMA, Joana Matos – *Código dos Valores Mobiliários Anotado*. Lisboa: Quid Iuris, Sociedade Editora, 2015.

- MOURATO, Hélder – *O contrato de Swap de Taxa de Juro*. Coimbra: Almedina, 2014.

- PENA, Nuno Ricardo da – *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*. 2ª Edição, revista, atualizada e aumentada. Edição do Autor, 2016.
- PINTO, Paulo Mota – “Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar”, in Revista de Legislação e Jurisprudência. Coimbra, Ano 143, N.º 3987 (Julho-Agosto 2014), p. 391-413.
- “Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar”, in Revista de Legislação e Jurisprudência Coimbra, Ano 144, N.º 3988 (Set- Out 2014) p. 14-56.
- REGO, Margarida Lima – *Contrato de seguro e terceiros*. Coimbra: Coimbra Editora, 2010.
- *O Risco e as Suas Vicissitudes in* Temas de Direito dos Seguros. 2ª Edição revista e aumentada. Coimbra: Almedina, 2016.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento – “A protecção dos investidores na sociedade da informação”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Instituto do Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2004
- SERRA, Vaz – “Anotação ao Acórdão do STJ de 17/02/1980”, in Revista de Legislação e Jurisprudência. Ano 113º,
- “Obrigações naturais”, in *Boletim do Ministério da Justiça*, N.º 53, 1956, p.7-171.
- SILVA, João Calvão da – “Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias”, in Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Vol. 90, Tomo 2 (2014), p.553 – 554.
- “Swap de Taxa de Juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção de Jogo e Aposta”, Revista de Legislação e Jurisprudência. Ano 142.º, n.º 3979 (Março/Abril 2013).
- SOUSA, Alberto Pimentel Diniz de – *Risco Contratual, Onerosidade Excessiva & Contratos Aleatórios*. Curitiba: Juruá Editora, 2015.
- SOUSA, Miguel Teixeira de – *Introdução ao Direito*. Coimbra: Almedina, 2016.

- SOUSA, Simão Mendes de – *Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Aposta*.
 . Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, N.º 53 (abril 2016), p. 24- 36.
- *Contrato de Swap de Taxa de Juro: Dever de Informação e Efeitos da Violação do Dever*, 1ª Reimpressão, AAFDL Editora, 2017
- TEIXEIRA, Filipe Canabarro – *Da Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros, Quanto às Informações Que Devem Prestar aos Seus Clientes Investidores em Valores Mobiliários*, Relatório de mestrado para a cadeira de Direito dos Valores Mobiliários apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2007
- TEIXEIRA, Maria Emília – *O Contrato de Swap - O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Coimbra: Almedina, 2017.
- TELLES, Inocêncio Galvão - *Manual dos Contratos em Geral*. Refundido e Actualizado. Coimbra: Coimbra Editora, 2002.
 - “Contratos Cíveis: Projecto Completo de um título do Futuro Código Civil Português e Respectiva Exposição de Motivos”, in FDUP - Boletim do Ministério da Justiça, N.º 83, (1959), p. 182 ss.
- VARELA, Antunes - *Das Obrigações em Geral*, Vol I. 10.ª Edição. Coimbra: Almedina, 2017
- VASCONCELOS, Pedro Pais de- *Teoria Geral do Direito Civil*, Reimpressão da 8ª Edição, Lisboa, 2018

Jurisprudência:

- Acórdão do Tribunal da Relação Guimarães, de 31-01-2013, Relator: Conceição Bucho, Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 10-03-2013, Relator: Luís Espírito Santo, Processo n.º 1246/14.0T8PDL.L1.7.
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 08-05-2014, Relator: Isidro Sacarrão Martins, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.8.
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 02-07-2015, Relator: Maria José Mouro, Processo n.º 2118/10.2 TVLSB.L1.2.

- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 17-03-2016, Relator: Maria Clara Sottomayor, Processo n.º 70/13.1TBSEI.C1.S1
- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 16-01-2016, Relator: Gabriel Catarino, Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1.
- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 26-01-2016, Relator: Gabriel Catarino, Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1.
- Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 27-09-2016, Relator: Manuel Marques, Processo n.º 1961/13.5TVLSB.L1.1.
- Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 08-06-2017, Relator: Maria dos Prazeres Pizarro Beleza, Processo n.º 2118/10.2TVLSB.L1.S1.

Outros:

- *Principles and Objectives of Securities Regulation*. International Organization of the Securities Commissions (IOSCO), 2010.