Inês de Melo Marçal

A TUTELA DO INVESTIDOR NO MERCADO BOLSISTA
DA PRETERIÇÃO CULPOSA DE DEVERES DE INFORMAÇÃO PELO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

1 2 9 0 UNIVERSIDADE D COIMBRA

1 2 9 0

UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Inês de Melo Marçal

A TUTELA DO INVESTIDOR NO MERCADO BOLSISTA

DA PRETERIÇÃO CULPOSA DE DEVERES DE INFORMAÇÃO PELO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

VOLUME 1

Dissertação no âmbito do Mestrado em Ciências Jurídico-Civilísticas, com Menção em Direito Civil, orientada pelo Professor Doutor Filipe Miguel Cruz de Albuquerque Matos e apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

Outubro de 2020

UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FACULDADE DE DIREITO
2.º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO

A TUTELA DO INVESTIDOR NO MERCADO BOLSISTA

DA PRETERIÇÃO CULPOSA DE DEVERES DE INFORMAÇÃO PELO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

STOCK MARKET INVESTORS' PROTECTION

A CASE OF LIABLE BREACH OF INFORMATIONAL DUTIES BY THE FINANCIAL INTERMEDIARIES

Inês de Melo Marçal

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Civilísticas/Menção em Direito Civil

Orientador: Senhor Professor Doutor Filipe Miguel Cruz de Albuquerque Matos

Coimbra, 2020

"Aquilo a que chamamos acaso não é, não pode deixar de ser, senão a causa ignorada de um efeito conhecido"

VOLTAIRE

RESUMO

O mercado bolsista, categoria específica do amplo mercado financeiro, tal como este, vê o seu funcionamento condicionado e dependente da intervenção de investidores, que aí realizam transações e operações como forma de financiamento.

Estes investimentos, não só devem ser rentáveis, como também se devem mostrar eficazes do ponto de vista da integridade do mercado, não majorando o risco sistémico que a ele, invariavelmente, preside.

No entanto, o perfil do investidor médio denota o seu desconhecimento, quanto a estes fatores, e a impossibilidade de intervir e realizar investimentos neste mercado, sem se encontrar acompanhado. Trata-se, pois, de um mercado muito especializado e os investidores médios não possuem sequer os meios para tal, tornando-se imperativo que recorram, então, a outro sujeito: um intermediário financeiro, responsável por servir de ponte entre eles e o mercado, a quem caberá, nessa tarefa, informá-los (de acordo com o seu perfil concreto) de todos os factos e elementos necessários para procederem à celebração de negócios, tendentes à realização de investimentos, que assentem numa vontade esclarecida e livre, em que os investidores avaliam todas estas circunstâncias e em que as mesmas influenciam, de forma racional e razoável, os seus investimentos. Deste modo, idealmente, lograr-se-á a almejada transparência e integridade do mercado e promover-se-á a sua eficiência alocativa, institucional e sistémica, que o tornam – a ele e, correlativamente, à Economia – mais robusto e mais desenvolvido.

Todavia, nem sempre – como em qualquer domínio contratual e negocial – o intermediário financeiro cumpre tais deveres informativos e o cliente-investidor realiza, então, negócios patrimonialmente prejudiciais, por não possuir todas as informações relativas às suas implicações – v.g. a capacidade financeira do emitente de certo instrumento financeiro cumprir os seus compromissos – ou por possuir informações erradas sobre as mesmas.

Assim, na procura da tutela e dos meios de reação que o Direito Civil prevê e de que o cliente-investidor pode lançar mão, para obter a reparação ou a eliminação desses danos, causados pela preterição, pelo intermediário financeiro, dos deveres de informação

atual, completa, verdadeira, lícita, clara e objetiva, mobilizamos e não perdemos de vista um dos vetores principais do DVM: a proteção dos investidores, parte contratual das transações, vista como mais débil, mais frágil, e que, fruto da assimetria informativa existente em face de profissionais experientes e altamente especializados, necessitam de uma maior ou mais intensa tutela.

Contudo, tanto não poderá corresponder a uma tutela desmedida e/ou exagerada, mas que se há-de compatibilizar com o contexto em causa, de elevado risco e aleatoriedade, onde ninguém sabe concretamente o que ganha e o que perde com a realização de um investimento e onde quem intervém sabe incorrer em maior risco. Esse risco não só não pode ser eliminado, como é imprescindível neste mercado.

Ora, estas duas vertentes condicionam o arbitramento de uma indemnização ao investidor lesado, a cargo do intermediário financeiro, conferida com base na verificação de pressupostos, eventualmente diferentes consoante a modalidade de responsabilidade civil em que se alicerça a pretensão. Destarte, não podemos optar por, em nome da tutela do investidor, conceder sempre e em toda a circunstância em que haja um dano, a mesma (indemnização): esta deve ser consonante com as demais exigências aqui convocadas. Justifica-se, portanto, a maior diligência assacada ao intermediário financeiro na sua atuação no mercado e na relação com os demais que aí atuam. Mas, se o CVM presume, neste contexto, a sua culpa, com as consequências ao nível do ónus da prova a tanto inerentes, essa presunção não deverá ser igualmente de nexo de causalidade, sob pena de desvirtuar os fundamentos axiológico-fundacionais deste instituto.

De igual modo, a circunstância de os negócios celebrados pelos clientes nascerem de uma vontade não esclarecida, nem livre, constitui fundamento para a anulação dos mesmos: afinal, o investidor não conhecia a capacidade financeira real do outro sujeito, a rentabilidade do instrumento financeiro em causa ou o seu risco, e a anulação pode ser um meio de desfazer esse investimento desastroso, realizado por causa da conduta do intermediário financeiro assim configurada, que induziu o primeiro em erro ou dolo. No entanto, este tráfego (jus-mobiliário) assenta em céleres transações que se enquadram numa autêntica e longa cadeia de investimentos, pelo que a anulação há-de ser compatibilizada com a segurança e a certeza jurídicas que devem também presidir a este domínio, sob pena de se optar pela manutenção do negócio.

E se, teoricamente, o instituto do enriquecimento sem causa se mostra de potencial aplicação, na prática, a mesma, em conformidade com o seu caráter subsidiário, parece ser reduzida, pois apenas terá lugar quando nenhum dos anteriores remédios legais seja efetivamente mobilizado, mas o Direito não possa deixar de repor a Justiça que o caso reclama.

Palavras-chave: mercado bolsista, investidor, intermediário financeiro, deveres de informação, indemnização, responsabilidade civil, anulação, vícios da vontade, enriquecimento sem causa, subsidiariedade

ABSTRACT

Stock market, which falls in the financial markets' category, is sustained by the investments of those who try to raise some capital and profit there. However, these transactions and operations must be not only profitable, but also efficient, not increasing the systemic risk of the market.

This raises a few questions, as usually investors (individual investors) do not possess the necessary knowledge to make transactions with those circumstances in mind. After all, they are moving and trading in a very specialized market and do not have the essential means to make the best choices. Therefore, they are helped by those who can facilitate them a better access to the market, the so-called financial intermediaries. These are also responsible for letting them know about all the facts they need and hence for providing them the so-wanted knowledge. Armed with this new gained wisdom, investors will ideally make the best investments, the ones that really benefit the market and – by extent- the Economy.

However, the financial intermediary does not always act accordingly and he might provide wrong or insufficient information to the investor, who, naively, conducts disastrous investments, and suffers monetary losses.

Therefore, we will look in the Civil Law for remedies that allow the investor to cover the losses he suffered and that were caused by the misconduct of the financial intermediary. While doing so, in this context, we must keep in mind the particular concern of the Law about the fragility of the investor, due to the existing information asymmetry between those involved, as previously explained.

However, overprotecting the investor is not a sensible option, as he is choosing to act in a context of greater risk, where nobody can know, with certainty, their earnings or losses in making such investment. This risk cannot be eliminated and is essential for the financial market to function.

These two aspects claim a conciliation, when deciding if damages should be paid by the financial intermediary to the investor, who suffered those losses. Consequentially, while there is a presumption of the missing due diligence by the financial intermediary and

his behaviour is held to a higher standard, causation must be object of proof. Otherwise, we would be contradicting the deep foundation of civil liability.

As investors made these transactions based on a defected will, concerning the solvability of the issuer, the return of the financial instrument or its risks, they (the transactions) can be considered void and both parties must refund the other, thus allowing the investor to (re)cover some of his losses. However, this remains a remote option: the transactions occur rapidly and they are inserted in a long chain of investments, which, in the name of the security and certainty that individuals and companies need in this – and in any – contractual and business branch- can preclude such resort.

While theoretically unjustified enrichment and its correlative restitution are of potential application, its subsidiarity can be an obstacle to its mobilization, more convenient for those cases in which no previous remedy can be applied but some compensations must occur in the eyes of the Law.

Keywords: stock market, investor, financial intermediary, information duties, damages, civil liability, void, defects of the will, unjustified enrichment, subsidiarity

SIGLAS E ABREVIATURAS

Art. - Artigo

BGB – *Bürgerliches Gesetzbuch*

BGH – *Bundesgerichtshof*

CC – Código Civil

Cfr. – Conferir

CMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF I - Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros I

DMIF II – Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros II

DSI – Diretiva de Serviços de Investimento

DVM – Direito dos Valores Mobiliários

ESMA - Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários

I.e. – *id est* (isto é)

IOSCO - International Organization of Securities Commissions

N.º - número

Ob. cit. – obra citada

p. – página

P.e. – por exemplo

pp. - páginas

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROC's – Revisores Oficiais de Contais

Ss. - seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

V.g. – *verbi gratia* (por exemplo)

Índice

Introdução 13

Capítulo I 20

1. A essencialidade da informação e os participantes no mercado 20

1.1. Os sujeitos do mercado 25

1.1.1. A nevrálgica importância dos intermediários financeiros 30

1.1.2. O Investidor 34

a) O investidor como consumidor? 36

Capítulo II 39

2. A Responsabilidade Civil como Principal Via de Tutela do Investidor 39

2.1. A articulação entre o art. 485º do CC e o art. 304ºA do CVM em matéria de responsabilidade civil pelo não cumprimento dos deveres de informação do intermediário financeiro 42

2.2. Da modalidade de responsabilidade, recortada pela ilicitude na violação de deveres de informação 46

2.2.1. "Concurso de responsabilidades" 50

2.2.1.1. Responsabilidade civil no âmbito da execução do contrato de intermediação financeira 53

a) Da eventual responsabilidade civil extracontratual 54

i) Os danos do investidor como danos puramente patrimoniais 56

ii) O recurso às normas legais de proteção – da segunda modalidade de ilicitude 59

b) Da responsabilidade contratual do intermediário financeiro na execução do contrato de intermediação financeira – a relação obrigacional complexa e as modalidades de inadimplemento 64

2.2.1.2 Inobservância de deveres de informação antes da celebração de um contrato de intermediação financeira 69

a) Da natureza jurídica da responsabilidade pré-contratual 72

b) Responsabilidade pré-contratual: uma terceira via da responsabilidade civil? 76

2.3. A preterição culposa dos deveres de informação 79

2.3.1. O grau de esforço e diligência exigido ao intermediário financeiro 79

2.3.2. O significado da consagração da presunção de culpa do art. 304ºA/2 do CVM e o modelo da "*faute*" 83

2.4. O Nexo de Causalidade e a Relevância Negativa da Causa Virtual como Exclusão do Dever de Indemnizar 89

2.4.1. Da exclusão da relevância negativa da causa virtual 94

Capítulo III 98

3.1. A anulação do negócio por erro ou dolo como meio (residual) de tutela do cliente-investidor 98
3.1.1. Da errada representação pelo cliente-investidor 102
3.1.2. Do "erro provocado" 106
3.2. Da subsidiariedade do enriquecimento sem causa na tutela do cliente-investidor 108
Conclusão 113
Bibliografia 115
Jurisprudência 136

Introdução

A transição do *homo sapiens* recoletor para agricultor implicou a recolha de reservas alimentares e seu armazenamento, através da exploração da propriedade, que, todavia, em virtude de pragas ou insuficiência das colheitas, nem sempre frutificava na medida do necessário, com a premência em recorrer a quem possuísse tais recursos: num primeiro momento, pela troca direta de produtos, posteriormente, pela troca assente em transações monetárias.

O Homem evoluiu, com outras necessidades, que não apenas aquelas básicas, e outros interesses, tendo passado a exercer novas atividades, cuja satisfação e prossecução exigiam bens e serviços que outros lhe fornecessem e prestassem, mediante o pagamento de um preço em dinheiro – este a emergir como o centro e a periferia de toda a atividade económica, aquilo que "faz o Mundo girar". Não se ignora, pois, o papel deste na configuração e na robustez de um Estado-nação, na investigação científica e no desenvolvimento tecnológico. Ora, constitui dado inegável o ainda maior relevo da riqueza materializada na propriedade (riqueza imobiliária), em face da riqueza mobiliária. Contudo, para a realização rápida destes objetivos, de aquisição de produtos, é imperativo mobilizar e ter disponíveis fundos e dinheiro que possam ser mais ou menos imediatamente afetos às transações respetivas. Não havendo essa disponibilidade, a mesma será alcançada através de alguma forma de financiamento.

Nesse contexto, o mercado bolsista, por meio das negociações sobre valores mobiliários e instrumentos financeiros, ocorridas nessa "praça ou fórum"[1], permite àqueles que aí procuraram fundos e recursos auferir de relativamente elevados rendimentos, sem grande esforço, até porque a concretização dessas operações tem lugar, genericamente, por meios eletrónicos.

Vulgarmente designado de Bolsa (de Valores), este mercado nasceu a partir da transação de títulos de crédito, realizada nas praças medievais e mediterrâneas, ou, mais modernamente, da edificação e configuração da Bolsa de Amesterdão (1613), onde se

[1] Cfr. Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997, pp. 17-20.

transacionavam ações da Companhia das Índias[2]. Insere-se no amplo mercado financeiro, parte do sistema financeiro, constituído por inúmeros mercados[3], consoante os bens, instrumentos financeiros e valores mobiliários aí transacionados, as operações que neles se desenrolam e a sua estrutura (p.e., o mercado de ações, o mercado de obrigações ou o mercado de *warrants)* e vários sujeitos de mercado[4]. Assim, o mercado bolsista não esgota o mercado financeiro, constituindo, tecnicamente, uma forma ou estrutura de negociação, que se assume como paradigmático e é com ele que a generalidade das pessoas, quiçá ingenuamente, identificam o segundo, esquecendo a sua enorme complexidade e vastidão[5].

---

[2] Quanto a considerações históricas, relativas à Bolsa de Valores, cfr. Ranald Michie, "The stock market and the corporate economy: a historical overview", in *Handbook of Research on Stock Market Globalization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2012, pp. 28 e ss., 39-40; Oscar León ISLAS, "La vorágine de los mercados de capitales dessarollados", in *Comercio Exterior*, Vol. 54, N.º 12, 2004, B.N.C.E., Cidade do México, pp. 1088-1089; Ricardo SÁ FERNANDES, "O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em Especial", in *Direito dos Valores Mobiliários/I Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 197-199. Assim também António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.ª Edição Reformulada e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, Outubro de 2013, p. 95. A Bolsa de Valores lusa – *Euronext Lisbon* – integra-se no grupo NYSE Euronext; João SOARES DA SILVA, "Euronext – Alguns aspetos de enquadramento e estrutura jurídica", in *A propósito de corproate governance e de direito das sociedades e dos valores mobiliários; escritos vários*, Almedina, Coimbra, Julho de 2018, pp. 189 e ss..

[3] Cfr. José M.ª de la CUESTE RUTE et alli, *Contratos mercantiles*, Vol. III, 1.ª Edição, Bosch, Barcelona, 2007, pp. 28 e ss.; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 16-17.

[4] Cfr., pois, Renzo COSTI, *Il mercato mobilare*, 9.ª Edição, G. Giappichelli Editore, Turim, 2014, pp. 1 e ss.; António SOARES, "Mercados regulamentados e mercados não regulamentados", in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, p. 276.

Tradicionalmente, o mercado bolsista é definido como mercado secundário, onde, *grosso modo*, ao contrário do mercado primário, não se procede à emissão de instrumentos financeiro, para eventual e ulterior distribuição e subscrição pelos investidores, mas às transações sobre esses bens, já emitidos e subscritos, ("mobiliarização ou titularização"). Opera de forma "regular, não esporádica", com observâncias pelas normas de organização e funcionamento, sob a supervisão de uma entidade com competência para tal, a CMVM, e a sua gestão cabe a uma sociedade (gestora). Sobre isto, cfr. Carlos COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, Livraria Almedina, Coimbra, 2005, pp. 484 e ss.; António SOARES, "Mercados regulamentados e mercados não regulamentados", ob. cit., pp. 276 e ss.; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 9, 11, 21; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "O Actual Conceito de Valor Mobiliário", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 15-20; António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., p. 93; Ricardo SÁ FERNANDES, "O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em Especial", ob. cit., pp. 197-199; *DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN LEFEBVRE, An international approach to capital markets and financial regulation*, Lefebvre – El Derecho, Madrid, 2018, p. 25. O CVM refere-se a "Estruturas de Negociação": os mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral, os sistemas de negociação organizada e a internalização sistemática, previstas no art. 198º do CVM. Ainda Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016 , pp. 491 e ss., 494 e ss., 498 e ss.; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 116 e ss., 122-124; Carlos COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, ob. cit., pp. 486-487, 507 e ss.; António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., pp. 100 e ss., sobre as diferentes estruturas de negociação.

Ora, o mercado financeiro, fruto dos desenvolvimentos tecnológicos[6], não é um mero espaço físico, atenta a negociação eletrónica de instrumentos financeiros[7]. Com a intensa globalização dos mercados, tão co-dependentes, a flutuação de taxas e índices num ponto planetário reflete-se nos restantes, em maior ou menor escala, num domínio de grande concorrência. A "informatização" é responsável pela enorme celeridade na realização das chamadas "transações de alta frequência", em grande volume e em curtos intervalos de tempo ("negociações algorítmicas"); pelos sujeitos mobiliários meramente virtuais e novos produtos financeiros que surgiram, bem como pela divulgação de informação por esses meios[8].

É ainda massificado: nele intervêm grandes e pequenas empresas e pessoas singulares, que não apenas profissionais intervenientes na área, envolvidos em transações sobre instrumentos financeiros cada vez mais complexos, em plataformas mais "sofisticadas". Normalmente, a identidade destes sujeitos é indiferente, ou nem consta dos registos das transações, sem prejuízo, v.g., de a capacidade financeira e reputação de certo emitente influenciar a aquisição dos produtos que oferece. Neste mercado, lida-se com externalidades negativas, i.e., circunstâncias que podem provocar prejuízos a uma entidade contagiar todo o mercado (risco sistémico)[9], sobretudo atendendo à chamada *allfinance* ou *allfinanz*, cada vez mais intensa: os bancos prestam e exercem serviços e atividades de investimento no mercado mobiliário e comercializam os produtos oferecidos pelas seguradoras e também as seguradoras se assumem como atores no mundo mobiliário, com entidades cujas atividades e serviços abarca estes três setores, Banca, Bolsa e Seguros[10].

---

[6] Fernando TEIXEIRA SANTOS, "Os mercados de valores mobiliários em Portugal", in *O Economista, Anuário da Economia Portuguesa*, 2000, Promeios, A.P.E., Lisboa, pp. 105 e ss..

[7] António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., p. 95; António SOARES, "Mercados regulamentados e mercados não regulamentados", ob. cit., p. 276.

[8] Cfr. Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 473 e ss., 491 e ss.; António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., pp. 95-96107 e ss.; Paulo CÂMARA, "A oferta de valores mobiliários realizada através da Internet" in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º1, Segundo Semestre de 1997, CMVM, Lisboa, pp. 13-20, 23-52; e Carlos Torres ALBUQUERQUE, "A Internet e a Banca", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º9, Dezembro de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 5-6.

[9] Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 4, Maio de 1999, CMVM, Lisboa, pp. 269 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 29-34. Sobre o risco sistémico, cfr. José Manuel QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 355-388.

[10]Sobre estas considerações, João CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, Tomo I, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 20-26, 27-28, 51-58; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit.,

A aleatoriedade é aqui bastante acentuada e os riscos da contratação mais elevados do que no tráfego em geral, pelo que, atenta a importância deste mercado na economia estadual e global, impõe-se, pelo menos em certa medida, a sua regulação e supervisão. As partes não sabem qual será o seu lucro, sequer se o terão ou quanto perderão, pois a sua vantagem ou atribuição patrimonial depende de circunstâncias futuras, ligadas ao funcionamento do mercado, que escapam à vontade das partes[11]. Esta aleatoriedade nunca se consegue eliminar, por muitas previsões que se realizem e por muito apuradas que sejam, uma vez que os mercados reagem a estas: se se fixar o preço de certo instrumento financeiro em x, tanto irá desencadear a atuação dos sujeitos mobiliários, que o irão adquirir ou vender, assim, influenciando o preço que, sem ter em conta tais ações, foi fixado, o qual irá subir ou descer[12].

Destarte, trata-se de um mercado complexo, sobretudo em face da interdependência entre este setor e a Economia, como referido: a intervenção e participação dos sujeitos no mercado financeiro visa a obtenção de capital, de fundos, de riqueza, de forma "indireta", sem recorrer a instituições bancárias[13], mediante a aquisição de produtos financeiros[14], que rentabilizarão, para a sua venda, num processo de encontro de interesses entre os que têm um défice de fundos e outros um *superavit* dos mesmos[15].

---

pp. 11 e ss., 52-53; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 13-29; *Contratos mercatiles*, ob. cit., pp. 21-24; António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 19 e ss..

[11] Luís CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. II, 5.ª Edição, Universidade Católica Editora, Porto, 2010, p. 85; António SANTOS JUSTO, *Manual de Contratos Civis*, Petrony Editora, Setembro de 2017, pp. 542 e ss..

[12] Quanto a isto, cfr. Sarah SWAMMY e Michael McMASTER, *Governance, Compliance and Supervision in the Capital Markets*, 1.ª Edição, Wiley, Maio de 2018, Nova Jérsia, pp. 20-21; Mafalda MIRANDA BARBOSA, "Entre a gestão do risco e a especulação: reflexões a propósitos de certos contratos de derivados de crédito", in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. 60, 2017, Universidade de Coimbra, Coimbra, pp. 307-308, 312; Ranald Michie, "The stock market and the corporate economy: a historical overview", ob. cit., pp. 28 e ss..

[13] Ranald Michie, "The stock market and the corporate economy: a historical overview", ob. cit., pp. 28-29; Sarah SWAMMY e Michael McMaster, *Governance, Compliance and Supervision in the Capital Markets*, ob. cit., pp. 5-7.

[14] José ENGRÁCIA ANTUNES, "Contratos de intermediação financeira", in *Separata do Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. 85, Imprensa da Universidade, Coimbra, 2009, pp. 278-279.

[15] Paulo CÂMARA, "Emissão e subscrição de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/I Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 201 e ss.; José ENGRÁCIA ANTUNES, "Contratos de intermediação financeira", ob. cit., pp. 278-279; DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN Lefebvre, *An international approach to capital markets and financial regulation*, ob. cit., pp. 15 e ss., 19 e ss.; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit, pp. 15-17.

Assim, empresas obtêm os meios necessários para a aquisição de matérias-primas e outros instrumentos de labor, para a contratação de novo e mais qualificado pessoal, e os próprios mercados envolvem uma organização de meios e de atividades que carecem de profissionais, a ocupar novos postos de trabalho. Estes fomentam ainda a eficiente alocação de fundos e capitais e a criação de riqueza e até a divulgação de indicadores capazes de influenciar e sustentar as decisões financeiras, tomadas pelos grandes diretores, atinentes à Economia. Daí que se afirme a correlação entre um sistema e mercado financeiros mais robustos e uma economia mais forte, bem como o contrário, como tem sido demonstrado empiricamente[16].

No entanto, muitas vezes e em termos médios, os investidores não possuem os meios para intervir no mercado e recorrem a um intermediário financeiro, uma "ponte" entre eles e aquele[17], mas que poderá adotar condutas causadoras de danos ao investidor, algo que merece resposta do ordenamento jurídico, sem esquecer o perfil do investidor médio português: este confia cegamente no seu gestor de conta/bancário, não procurando conhecer dados ou indicadores técnicos, designadamente aqueles relativos ao risco dos produtos financeiros que adquire e dos valores mobiliários que subscreve, e a prudência desaconselha a mais absoluta confiança[18].

Assim, traçadas estas notas introdutórias, iremos atender aos sujeitos que aí atuam, mormente ao investidor e curar da importância da informação e do esclarecimento deste, para, posteriormente, tratar, em termos fundamentais, da tutela civil e meios de reação de que o investidor lesado, por um não cumprimento culposo de um dever de informação pelo intermediário financeiro, pode lançar mão, sem descurar as especificidades que este contexto de negociação suscita, e o complexo normativo aqui aplicável, o DVM[19]. Concretamente,

---

[16] Sobre estas considerações, cfr. DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN LEFEBVRE, *An international approach to capital markets and financial regulation*, ob. cit., pp. 15 e ss., 23 e ss.; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 7-11; Carlos Eduardo VERGUEIRO, "As Bolsas de Valores como um Fenómeno Cultural", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, Vol. 98, 2003, Universidade de São Paulo, São Paulo, pp. 209-219; Fernando TEIXEIRA SANTOS, "Os mercados de valores mobiliários em Portugal", ob. cit., pp. 105 e ss..

[17] Abel L. Costa Fernandes, Paulo R. Mota, Carlos F. Alves e Manuel Duarte Rocha, *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 32 e ss..

[18] Victor MENDES, "O perfil de risco do investidor português em valores mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º11, Agosto de 2001, CMVM, Lisboa, pp. 6-7.

[19] Considerando o CVM e demais diplomas legais, como o Código das Sociedades Comerciais e o Regime Geral das Instituições de Crédito, "hard law", atos de "soft law", de autoridades como a CMVM, o Banco de Portugal, a ESMA ou IOSCO, as Portarias do Ministério das Finanças, os avisos do Banco de Portugal e os

privilegiaremos a responsabilidade civil, fazendo dela a análise principal da presente dissertação. Primeiro, atenderemos à modalidade de responsabilidade civil em causa,

---

Regulamento da CMVM, as convenções internacionais que o Estado Português subscreveu e que o vinculam e as Diretivas aqui paradigmáticas, como a DMIF I e a DMIF II, sem esquecer as demais aplicáveis, transpostas entre nós, cfr. Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 34-50; João CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, Tomo I, ob. cit., pp. 6 e ss., 229 e ss.. António Barreto MENEZES CORDEIRO, "Direito Europeu dos Valores Mobiliários: evolução e linhas gerais", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 7, N.º2, 2015, Almedina, Coimbra, pp. 273 e ss., 276-293; Carlos COSTA PINA, *Instituições Financeiras e Mercados*, ob. cit., pp. 36 e ss., 42 e ss.; António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 54 e ss., 81 e ss.; António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., p. 7; João SOARES DA SILVA, "Euronext – Alguns aspetos de enquadramento e estrutura jurídica", ob. cit., pp. 189 e ss., 202 e ss.; Elsa FERREIRA, "A Diretiva relativa a mercados de instrumentos financeiros: um marco regulatório e seus desafios para os agentes do mercado", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 25, Dezembro de 2006, CMVM, Lisboa, pp. 29 e ss., 32-35; Rafaela Rocha, "Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações", in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 18, Agosto 2004, CMVM, Lisboa, p. 81; Marco BRECHT, "European Disclosure for the New Millennium", in *Capital markets and company law*, Oxford University Press, Oxford, Abril de 2003, p. 89; José ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª Edição Revista e Atualizada, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 34 e 35. Ex vide art. 2º do Tratado de Roma e Considerando 31) da DMIF I.

Trata-se de um ramo jurídico, que condiciona e disciplina a atuação daqueles que intervêm no mercado financeiro, os processos de transações e operações sobre instrumentos financeiros, o exercício da atividade de intermediação financeira, bem como a supervisão dos mesmos pelas entidades competentes, ou seja, qualquer atividade ou operação que tenha como objeto instrumentos financeiros, sendo, por isso, não só Direito Privado, mas também Direito Público, com normas de Direito Administrativo, Penal, Constitucional, Fiscal e Contra-Ordenacional, e integrando o Direito do Sistema Financeiro, a par do Direito Bancário e do Direito dos Seguros, dos quais se distingue. Sobre isto, Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 13-29, 34-50; Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 20 e ss., 25 e ss.; 32 e ss.,76 e ss.; Ricardo SÁ FERNANDES, "O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em Especial", ob. cit., pp. 189 e ss.; 192 e ss.; Rui POLÓNIA, *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, Almedina, Coimbra, Março de 2019, pp. 26-30; António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 19-23; 29-36, 59 e ss.,76

Com a DMIF I, a centralidade do valor mobiliário foi reduzida e o instrumento financeiro ganhou "palco principal" a categoria do instrumento financeiro. A legislação não define "valor mobiliário", nem "instrumento financeiro", somente se prevê uma enumeração exemplificativa, de que se extrai uma espécie de "definição" de valores mobiliários: situações jurídicas, representadas em papel ou em registo de conta, privatístico-patrimoniais, de conteúdo vário, homogéneas (do mesmo tipo ou qualidade), por isso, fungíveis, emitidas em massa, dado que, numa transação, apenas importa que exibam as características da categoria a que pertence, sendo "indiferente" qual o valor mobiliário que concretamente é transacionado. Se se torna difícil definir valor mobiliário, ainda mais preencher o conceito de instrumento financeiro, por este abarcar inúmeras e complexas realidades, dado que inclui valores mobiliários, licenças de emissão e instrumentos derivados. Cfr. António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., p. 7; José ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, ob. cit., pp. 55 e ss.; António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 22-23, 145 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 91 e ss., 95-96, 97 e ss., 106-110; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "O novíssimo conceito de valor mobiliário", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, Janeiro de 2006, pp. 151-153, 162; Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, Janeiro de 2006, pp. 51 e ss., 115 e ss.; Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais", *Revista da Banca*, N.º 26, Abril/Junho 1993, A.P.B., Lisboa, pp. 23-24, 37-38; Carlos COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, ob. cit., pp. 447 e ss., 451 e ss.; Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Autonomia privada e atipicidade dos valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 295-312; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "O Actual Conceito de Valor Mobiliário", ob. cit., pp. 22-23, 31 e ss..

desencadeada pela violação de deveres de informação, para assinalar e curar de algumas problemáticas atinentes a esse regime de responsabilidade civil, como a culpa e o nexo de causalidade, este pressuposto de funcionamento deste instituto cuja prova se mostra, tantas vezes, diabólica.

Ainda que num tom menos incisivo, porque menos habituais e suscetíveis de menor aplicação, teremos ainda em conta a anulação dos negócios jurídicos danosos que que o investidor conclui com base na informação preterida ou incorreta e, por isso, numa vontade que não é livre, nem esclarecida, porque induzido o cliente-investidor em erro ou em dolo. De igual modo, sobretudo como solução subsidiária e residual, mobilizaremos ainda o instituto do enriquecimento sem causa, como forma, alternada ou complementar, de tutela do cliente-investidor.

Capítulo I

1. A essencialidade da informação e os participantes no mercado

O funcionamento do mercado financeiro implica a realização de operações (investimentos) sobre os bens aí transacionados – instrumentos financeiros -, mediante um preço, as quais asseguram, então, a criação e obtenção de riqueza para os sujeitos que nelas intervêm[20].

Mas, para que os investidores se sintam confiantes para tal e para que se assegure a integridade e sanidade do mercado e da própria Economia, o primeiro tem de funcionar de forma eficiente, equilibrada e regular. Importa, assim, dirimir os riscos a que os investidores se encontram expostos, ou, pelo menos, dar-lhos a conhecer, para que os possam adequada e corretamente valorar e ponderar, antes de qualquer decisão de investimento e, assim, se sintam suficientemente seguros para participarem nestas transações[21], ao mesmo tempo que não fomentam um risco prejudicial ao mercado.

Todavia, os investidores não dispõem dos meios necessários a tal, motivo por que, em homenagem aos princípios orientadores da regulação do DVM e da supervisão exercida (art. 358º do CVM) – eficiência dos mercados; proteção dos investidores e promoção da sua confiança; diminuição do risco sistémico[22] -, se estabelecem deveres de informação, como forma de prosseguir a transparência e integridade que se quer nos mercados e que postulam que os investidores e demais sujeitos conheçam a informação imprescindível para a sua atuação e realização de investimentos, ao mesmo tempo e nas mesmas condições[23].

---

[20] Quanto a isto, cfr. José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, N.ºs 1-2, Novembro 2004, Ordem dos Advogados, Lisboa, disponível em https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2004/ano-64-vol-i-ii-nov-2004/artigos-doutrinais/jose-joao-de-avillez-ogando-os-deveres-de-informacao-permanente-no-mercado-de-capitais-star/.

[21] Sobre as quatro vertentes de risco a que o investidor se encontra sujeito quando atua no mercado: risco sistémico, risco de administração, risco de rendimento e risco de oportunidade, cfr. José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit..

[22] Cfr. José NUNES PEREIRA, "O novo Código de Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 77 e ss.; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 86-104.

[23] Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", in *Cadernos do Mercado*

Note-se que raros não são os casos de, em tempos mais remotos, por estarem munidos de informação desconhecida dos demais (informação privilegiada), sujeitos construíam grandes fortunas e empresas.[24]. De facto, a informação, idealmente, permitirá um mercado assente nas melhores, mais racionais, mais esclarecidas e mais "homogéneas" decisões de investimento pelos sujeitos que os realizam, que, de forma rápida e transparente, conhecem toda a informação relevante e existente e realizam as transações que mais lhes convém, abstendo-se de efetuar aqueles que mais prejudiciais se poderiam mostrar. Essa informação projeta-se e reflete-se nos preços, uma vez que este mercado é "altamente sensível e reativo à informação"[25].

Assim, embora constitua uma utopia querer que a informação que todos os sujeitos possuem seja igual, pois alguns, como os emitentes e intermediários financeiros, mais facilmente obterão informação que o investidor médio, num mercado naturalmente assimétrico e desequilibrado, impõem-se mecanismos capazes de suprimir a falta de transparência neste, como os deveres de informação[26].

Estes contribuem para a eficiência e o equilíbrio do mercado financeiro, uma vez que, sem prejuízo de outros fatores, o preço é influenciado e tende a refletir "toda a informação disponível nesse mercado", na medida em que, se os investidores procederem à aquisição, em grande volume, de certo produto, tal gera o aumento da sua procura e do seu

---

de Valores Mobiliários, N.º28, Dezembro de 2007, CMVM, Lisboa, pp. 170 e ss.; Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 65 e ss.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 10, 2018, N.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 363-393; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 86-104; Paulo CÂMARA, "Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 2, Primeiro Semestre de 1998, CMVM, Lisboa, pp. 79 e ss..

[24] A tradição habitualmente defende que a construção da fortuna da família Rothschild assentou numa prática de *insider trading*, posteriormente regulamento e proibido.

[25] Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss.; Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.; Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", ob. cit., pp. 269 e ss..

[26] José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393; André FIGUEIREDO, "A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma nova dimensão do Direito Administrativo?", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 24, Novembro de 2006, CMVM, Lisboa, pp. 71 e ss.; Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", ob. cit., pp. 269 e ss.; Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss..

preço, sendo o inverso igualmente verdadeiro, como demonstram as leis de funcionamento do mercado[27]. Prosseguem ainda a tutela, a proteção e a confiança dos investidores, então, conhecedores de, idealmente, todos os factos, circunstâncias e riscos de certo investimento, para tomar uma esclarecida decisão de (des)investimento[28].

Deste modo, estes sentir-se-ão seguros[29] e alocarão os seus recursos financeiros corretamente, permitindo o (regular e eficiente) desenrolar das transações que o mercado de valores mobiliários comporta[30]. Além disso, tais deveres previnem a prática de ilícitos e asseguram uma maior equidade no mercado, ao contribuir para uma mais justa "distribuição do risco negocial" e das assimetrias informativas, para um melhor governo das sociedades por aqueles que não são seus sócios[31]. Todavia, acarretam custos na sua divulgação e produção, a par do risco de *free riding*, i.e., de proveito dessa informação por todos, com um grande desequilíbrio no recurso a ela, por aqueles para quem tanto não acarreta qualquer custo ou um menor custo[32].

Constata-se, assim, o interesse público subjacente a estes deveres: com a proteção dos investidores, cujo esclarecimento visam, para que se abstenham de, atuando racionalmente, realizar investimentos potencialmente prejudiciais. Pretendem,

---

[27] Cfr. Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss.; Paulo CÂMARA, "Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários", ob. cit., pp. 79 e ss.; José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393; Mafalda GOUVEIA MARQUES, Mário FREIRE, "A informação no mercado de capitais", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º3, Segundo Semestre de 1998, CMVM, Lisboa, pp. 111 e ss.; António BARRETO. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 86-104; Madalena PERESTRELO DE OLIVEIRA, "Transparência no mercado de capitais: *information overload:* eficiência ou tutela dos investidores", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 8, N.º4, 2016, Almedina, Coimbra, pp. 787-809. Neste sentido, Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 703-729.

[28] Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.; André FIGUEIREDO, "A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma nova dimensão do Direito Administrativo?", ob. cit., pp. 71 e ss.;

[29] André FIGUEIREDO, "A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma nova dimensão do Direito Administrativo?", ob. cit., pp. 71 e ss..

[30] Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.; José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit..

[31] Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", ob. cit., pp. 269 e ss.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393. Assim também Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 703-729; Madalena PERESTRELO DE OLIVEIRA, "Transparência no mercado de capitais: *information overload:* eficiência ou tutela dos investidores", ob. cit., pp. 787-809.

[32] Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss..

consequentemente, que estes afetem os seus aforros a operações e entidades mais lucrativas, com um melhor desempenho[33], beneficiando o mercado com "incentivos" a instituições salutares e não contribuindo para a manutenção artificial de instituições em crise[34].

Destarte, os concretos deveres de informação dependem do seu sujeito passivo, mas sempre aspirarão tornar "cognoscível e transmitir", a um círculo de destinatários, certos factos e circunstâncias que condicionem as operações (de investimento) por eles realizadas, atendendo à futura evolução e valorização de certo ativo[35]. Assumem-se como normas de conduta, de elevado nível de "integridade, transparência" e profissionalidade[36].

Todavia, o investidor pode tomar decisões "idiotas" e irracionais: reserva-se sempre no direito de "*to make a fool of himself*", apesar de aqueles sobre os quais recaem os deveres de informação os terem cumprido e fornecido ao investidor todos os elementos para a formação de uma esclarecida, fundamentada e racional decisão de investimento[37].

Não vale, pois, uma visão paternalista dos deveres de informação, que desobrigue o investidor de, ao intervir no mercado, procurar a informação de que necessita e que se encontra disponível, esperando, numa posição passiva, que esta chegue ao seu conhecimento. Neste meio de maior aleatoriedade, terá, também ele, que adotar uma maior diligência: apenas se admite que estes deveres abranjam toda a informação estritamente essencial ao seu "esclarecimento", e que não seja constrangido a adotar medidas

---

[33] Desde que não se revelem demasiado onerosos, sob pena de os seus custos prejudicarem a almejada eficiência de mercado e de impor a prestação de uma informação desmedida e excessiva, que não permita aos investidores selecionar a informação mais importante e fundamental, sobre isto, José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393; Felipe CANABARRO TEIXEIRA, "Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e responsabilidade civil", in *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários,* Nº 31, Dezembro de 2008, CMVM, Lisboa, pp. 51 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 29-34; Madalena PERESTRELO DE OLIVEIRA, "Transparência no mercado de capitais: *information overload:* eficiência ou tutela dos investidores", ob. cit., pp. 787-809; Paulo CÂMARA, "Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários", ob. cit., pp. 79 e ss..

[34] Como Eduardo PAZ FERREIRA, "A informação no mercado de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários, Instituto dos Valores Mobiliários,* Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 137-160.

[35] Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.; Pedro BOULLOSA GONZALEZ, "Qualidade da informação", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º 49, Dezembro de 2014, CMVM, Lisboa, pp. 1 e ss..

[36] José NUNES PEREIRA, "O novo Código de Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores", ob. cit., pp. 77 e ss..

[37] Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 703-729; José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit..

desproporcionais, para esse esclarecimento[38]. Por conseguinte, a regulação, ao determinar o cumprimento destes deveres de informação, procurará alcançar o equilíbrio entre as exigências que fundamentam esses deveres e os inconvenientes do peso excessivo dos mesmos, com a premissa de que estes devem ser, não só adequados e necessários, mas também proporcionais[39].

Ora, para se considerarem cumpridos não basta disponibilizar a informação que estes deveres prevêem, é necessário ainda que esta o seja atempadamente e cumpra os requisitos de qualidade previstos no art. 7º do CVM, uma cláusula geral[40], a ser concretizada na perspetiva do investidor médio: completude; veracidade; objetividade; atualidade; licitude; e clareza[41].

A informação deve, então, ser remetida ao sistema eletrónico da CMVM, que prontamente a disponibilizará e divulgará no seu *site* informático, a que os diversos meios de comunicação terão acesso, disseminando-a a todos os investidores, no mesmo momento e na mesma extensão[42]. O não cumprimento perfeito destes deveres de informação constitui

---

[38] Pedro BOULLOSA GONZALEZ, "Qualidade da informação", ob. cit., pp. 1 e ss..

[39] Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss.; cfr. também José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393.

[40] Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 703-729: esta norma não é uma "fonte autónoma de um dever". Cfr. Pedro BOULLOSA GONZALEZ, "Qualidade da informação", ob. cit., pp. 1 e ss.; Luís Guilherme CATARINO, "Informação: utopia, realidade e intervenção pública", ob. cit., pp. 65 e ss.; Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.. Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", ob. cit., pp. 269 e ss.: do revogado art. 97º do CMVM constava que essa informação deveria ser prestada em momento oportuno.

[41] Sobre estes requisitos, cfr. Pedro BOULLOSA GONZALEZ, "Qualidade da informação", ob. cit., pp. 1 e ss.; José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.: estes requisitos valem quer para a informação obrigatoriamente prestada, quer para aquele que é facultativa, porque não exigida por prescrição normativa. Terá, então, de corresponder a toda aquela que é necessária para o investidor poder tomar uma decisão racional e esclarecida (completude), e que constitui a efetiva realidade (veracidade), de circunstâncias atuais, embora possa versar sobre factos passados e incluir juízos de prognose (atualidade), adquirida por meios lícitos ou se incorrer em condutas antijurídicas (licitude) e ser fornecida de forma esclarecedora e inteligível (clareza), sem procurar induzir o investidor em certo sentido, por em tanto se ter algum interesse (objetividade).

[42] Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 703 e ss.; ex vide arts. 244º e 367º do CVM.

contraordenação, punida com coima, sem prejuízo da responsabilidade criminal que tenha lugar[43].

1.1. Os sujeitos do mercado

Como mencionado, o mercado financeiro é massificado, ao nível dos sujeitos que nele intervêm, numa grande variedade e em grande número. É habitual reconhecer-se a qualidade de sujeito de mercado: aos emitentes, às sociedades gestoras de mercado, ao organismo de regulação e supervisão competente (entre nós, a CMVM), aos auditores externos, às agências de *rating*, eventualmente aos analistas financeiros, aos intermediários financeiros e aos investidores[44].

Os emitentes são os responsáveis pela emissão de valores mobiliários e de certos instrumentos financeiros, correspondente decisão e exteriorização, entrega e registo dos mesmos[45], desde que a lei lhes confira essa qualidade, expressamente, por considerar que possuem os conhecimentos técnicos, jurídicos e económicos, bem como os recursos e meios necessários a tal – a chamada "capacidade de emissão", que, portanto, não é determinada nos mesmos termos que a capacidade de uma pessoa coletiva[46]. Costumam ser apontados como emitentes as sociedades abertas[47], os organismos de investimento coletivo e até

---

[43] Assim Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", ob. cit., pp. 170 e ss.. Ex vide arts. 388º e 389º do CVM.

[44] Como Paulo CÂMARA, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. Cit., pp. 235 e ss..

[45] Cfr. Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 316-323; José ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, ob. cit., pp. 91 e ss., a distinguirem a emissão da subscrição, esta relativa à aquisição e não à criação de instrumentos financeiros, bem como as diversas modalidades de emissão. Ainda Sarah SWAMMY e Michael MCMASTER, *Governance, Compliance and Supervision in the Capital Markets*, ob. cit., pp. 5 e ss.. Ex vide art. 95º do CVM.

[46] Como assinala Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 235-237, o facto de a emissão, enquanto forma de financiamento dos emitentes, como sociedades anónimas, ser um ato lucrativo, um "ato necessário e conveniente" para o ganho de lucros, para posterior distribuição pelos sócios – o seu escopo ou objeto mediato, e assim se inserir, nos termos do art. 6º do CSC - vide Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª Edição, 2.ª Reimpressão, Coimbra Editora, Coimbra, Setembro de 2012, pp. 318-319; António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, 7.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, Outubro de 2013, pp. 39-42; Jorge Manuel COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 5.ª Edição, Almedina, Coimbra, Fevereiro de 2016, pp. 177 e ss. - na capacidade jurídica da pessoa coletiva (traçada segundo este princípio da especialidade, que exclui atos gratuitos), não é requisito bastante.

[47] I.e, sociedades comerciais anónimas ou em comandita por ações, cujo capital social se encontra disperso ou aberto ao público, nas situações tipificadas no art. 13º do CVM. Cfr., quanto às sociedades abertas, Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 237, 517 e ss. e 523 e ss.; José FERREIRA

entidades públicas, fundamentalmente pessoas coletivas, salvo aqueles organismos, que, patrimónios autónomos, são desprovidos de personalidade jurídica[48].

Não podemos ignorar também as sociedades gestoras de mercado, responsáveis pela monitorização do normal e correto funcionamento deste, ao disciplinar a conduta dos que aí atuam, administrando e gerindo esse mercado, através do seu órgão de administração, como forma de prevenir o risco sistémico e assegurar a integridade do mercado, tomando as providências necessárias, como a suspensão ou cancelamento de instrumentos financeiros considerados prejudiciais, numa lógica de auto-regulação, já que são elas, enquanto sociedades anónimas, fruto da desmutualização das Bolsas, que personificam o mercado, o qual não é um ser jurídico em si mesmo[49].

Imprescindível a referência aos organismos de regulação e supervisão estadual, já que o Estado "Regulador e de Garantia" deve promover o normal e correto funcionamento do mercado financeiro, cuja integridade, estabilidade, equilíbrio e eficiência deve prosseguir, sob pena de criar uma situação potencialmente prejudicial para a Economia[50]. Assim, um organismo que se integra na Administração Indireta do Estado procede à vigilância constante dos sujeitos que atuam no mercado, quanto ao cumprimento das regras fixadas no âmbito da

---

GOMES e Diogo COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, AAFDL, Lisboa, 2018, pp. 23 e ss..

[48] Sobre as considerações sobre a capacidade de emissão, cfr. António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, ob. cit., pp. 109 e ss.; Sarah SWAMMY e Michael MCMASTER, *Governance, Compliance and Supervision in the Capital Markets*, ob. cit., pp. 5 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 235-237; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 105 e ss..

[49] Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 467 e ss., 478-488; João SOARES DA SILVA, "Euronext – Alguns aspetos de enquadramento e estrutura jurídica", ob. cit., pp. 202 e ss., 216 e ss., cabe-lhes adotar *a priori* e preventivamente regras de conduta e deontológicas para o mercado em causa. Ex vide arts. 4º, 36º, 41º do Decreto-Lei N.º 357-C/2007; autorregulação no espaço "deixado livre pela hetero-regulação", cfr. Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 265-269; ex vide arts. 209º e 372º do CVM. Sobre a desmutualização, cfr. Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 477 e ss.; Giovanna ZANOTTI, "Demutualization and the globalization of stock markets", in *Handbook of Research on Stock Market Globalization*, Edward Elgar, Cheltenham, 2012, pp. 163 e ss..

[50] André FIGUEIREDO, "A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma nova dimensão do Direito Administrativo?", ob. cit., pp. 68 e ss.; Armindo Saraiva MATIAS, "Regulação Bancária: Conceito e Tipologia", in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2013, pp. 399 e ss.. *Grosso modo*, a hetero-regulação constitui na criação da disciplina a que terceiros se encontrarão sujeitos; a auto-regulação, a criação da disciplina a que os próprios se submeterão. Assim também, Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, Almedina, Coimbra, Abril de 2010, pp. 240 e ss.; João Nuno CALVÃO DA SILVA, "O Estado Regulador, as Autoridades Reguladoras Independentes e os Serviços de Interesse Económico Geral", in *Temas de Integração*, N.º 20, 2º Semestre de 2005, Almedina, Coimbra, pp. 173 e ss..

(hetero)regulação, onde as mesmas são criadas, e a aplicação das sanções e demais medidas em face da sua inobservância[51] [52].

Entre nós, essa supervisão, no mercado de instrumentos financeiros, é exercida pela CMVM[53], criada pelo Decreto-Lei N.º 142-A/91, no setor bancário pelo Banco de Portugal e no setor dos seguros e fundos de pensões pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, sem prejuízo da competência da CMVM nestas áreas[54]. Vigora, pois, um modelo de supervisão setorial, embora seja discutível a preferência pelo mesmo e a pertinência de um modelo de supervisão transversal, quiçá mais adequado[55].

---

[51] Cfr. João SOARES, "Os Reguladores e a Defesa do Interesse Nacional: Dilemas no caso do Mercado de Capitais", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 15, Dezembro de 2002, CMVM, Lisboa, pp. 1-7; Carlos FERREIRA ALVES, "Que modelo de supervisão financeira para Portugal?", in *O novo direito dos valores mobiliários*, II Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 93-216.

[52] Armindo Saraiva MATIAS, "Regulação Bancária: Conceito e Tipologia", ob. cit., pp. 399 e ss.; Carlos FERREIRA ALVES, "Que modelo de supervisão financeira para Portugal?", ob. cit., pp. 93-126; Frederico de Lacerda da COSTA PINTO, "A supervisão no novo Código dos Valores Mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 91 e ss.; Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, ob. cit., pp. 263 e ss., 266-282, Maria Fernanda MAÇÃS, "O Controlo Jurisdicional das Autoridades Reguladoras Independentes", in *Cadernos de Justiça Administrativa*, N.º 58, Julho -Agosto de 2006, CEJUR-Centro de Estudos Judiciários do Minho, Braga, pp. 39-4, 269 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 274-276.

[53] Trata-se de uma entidade dotada de independência, prerrogativas de poder público, para a consecução das competências que lhe são atribuídas, desde o exercício de poderes de autoridade e fiscalização, como inspeções e aplicação de sanções, desde a emissão de regulamentos até meras recomendações e acionamento de mecanismos consensuais, sob a tutela do Ministro das Finanças. A sua estrutura compreende a Comissão de Fiscalização, o Conselho Consultivo e o Conselho Diretivo. Sobre as suas competências, em específico, cfr. arts. 360º, 369º, 370º, 408º, 412º e 416º do CVM, sem prejuízo dos demais, que abrangem o impulso de processos contra-ordenacionais, investigação e decisão, bem como comunicação e colaboração com o Ministério Público, no âmbito de determinados inquéritos. Sobre isto, Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 260-262, 280-283; Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, ob. cit., pp. 19-30, 62 e ss., 72-77, 240 e ss., 296 e ss.; João Nuno CALVÃO DA SILVA, "O Estado Regulador, as Autoridades Reguladoras Independentes e os Serviços de Interesse Económico Geral", ob. cit., pp. 173 e ss., 182; João CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, Tomo I, ob. cit., pp. 28-51.

[54] Rui Violante GONÇALVES, *A supervisão portuguesa da atividade financeira*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2012, pp. 4 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 288-295; Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, ob. cit., pp. 62 e ss.; Luís MÁXIMO DOS SANTOS, "O conselho nacional de supervisores financeiros", in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2011, pp. 425-433.

[55] Sobre esta questão, João CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, Tomo I, ob. cit., pp. 28-51, que defende a supervisão transversal; e Jeroen J.M. KREMERS, Dirk SCHOENMAKER e Peter J. WIERTS, *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, 2003, pp. 6 e ss.. Ainda Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do*

Não se esqueçam ainda os auditores externos (conquanto possam ser também auditores internos), as agências de notação de risco e, eventualmente, os analistas financeiros, sujeitos jusprivatísticos, que, devidamente habilitados e com conhecimentos técnicos, disponibilizam dados e factos essenciais e fundamentais para os investidores formarem uma convicção séria acerca da probabilidade lucro-prejuízo de certo investimento, condicionando decisões destes e, portanto, as transações realizadas. Visam obstar à divulgação de dados errados ou dúbios que conduzam a investimentos prejudiciais, colocando um "travão e um sinal" a condutas ilícitas e danosas, que previnem e detetam, ao aferirem do cumprimento da lei na sua tarefa de recolha, verificação, confirmação, controlo e disponibilização de dados aos investidores, algo que, consequentemente, reduz as deficiências e assimetrias informativas do mercado [56].

Acabam, assim, por promover a eficiência deste, na medida em que, devidamente informados, os investidores poderão realizar as operações e transações que lhes sejam mais favoráveis, mobilizando os seus recursos, para as operações com mais benefícios e menos riscos e para as entidades com melhor *performance*, que será majorada. Este contexto desencadeia um ciclo vicioso, dado que a maior eficiência do mercado, os seus bons resultados e os bons investimentos suscitarão a confiança dos investidores, confortáveis e motivados para realizar certas transações (eficácia institucional), com a informação a ser prestada por alguém para quem essa tarefa envolve menos custos do que acarretaria para o investidor isolado (eficácia operacional)[57].

---

governo e jurisdição das autoridades independente, ob. cit., pp. 51-55, 296-298, e Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 288-295, quanto aos vários tipos de supervisão.

[56] Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 302-303. Giovanni FACCI, "Le agenzie di r*ating* e la responsabilità per informazioni inesatte", in *Contratto e Impresa*, Vol. 23, N.º1, 2008, CEDAM, Padova, p. 165; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 107-108; John ARMOUR et alli., *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2016, pp. 34-36, 118 e ss.; Paulo CÂMARA, "A actividade de auditoria e a fiscalização de sociedades cotadas – definição de um modelo de supervisão", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 16, Abril de 2003, CMVM, Lisboa, pp. 94-97; João Montes FERREIRA GOMES, "A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º24, Novembro de 2006, CMVM, Lisboa, pp. 180-187; Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, "A responsabilidade civil perante os investidores por realização de relatórios de auditoria, recomendações de investimentos e relatórios de notação de risco", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 36, Agosto de 2010, CMVM, Lisboa, pp. 9-23; Rui Manuel VASCONCELOS PINTO, *A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, Outubro de 2018, pp. 27-78.

[57] Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, "A responsabilidade civil perante os investidores por realização de relatórios de auditoria, recomendações de investimentos e relatórios de notação de risco", ob. cit., pp. 9-23.

Deste modo, estas entidades assumem-se como *gatekeepers*, "guardiões do mercado", i.e, profissionais que, na atuação independente e imparcial desenvolvida no mercado mobiliário e bolsista, penhoram a sua reputação e bom nome ao exercício das suas funções de aferição, com a sua intervenção a fazer pressupor a veracidade e fiabilidade de informações mobiliárias e a suscitar a confiança dos investidores, cujas decisões irão influenciar (*information intermediaries*)[58].

Destarte, os auditores – ROC's ou sociedades de ROC'S – atestam e certificam as demonstrações e dados financeiros de uma entidade, no confronto com a sua situação patrimonial real, e com a legislação e demais normativo aplicável, num juízo que constará de um relatório ou reporte, onde se dará conta de eventuais reservas, dúvidas e até mesmo irregularidades, a comunicar à CMVM, encontrando-se sob a supervisão desta, como os analistas e as agências de *rating*. Estas sintetizam informação disponível e tornam-na inteligível e melhor apreendida pelos investidores: avaliam o risco de crédito ou de não cumprimento atempado das obrigações financeiras de uma entidade, ou da "solvência" de um emitente referente a certo instrumento financeiro[59], numa escala de risco gradualmente elevado (AAA a D), por vezes, a notar propensões e tendências futuras[60] [61] [62].

Já o analista financeiro procede a uma análise da situação e dos dados contabilísticos e económico-financeiros de empresas, pronunciando-se, opinando e aconselhando sobre a pertinência da operação de aquisição ou alienação de participações dessa empresa, formulando previsões e fornecendo, assim, aos investidores, importantes informações[63]. Ao introduzir-se a análise financeira como um serviço auxiliar de atividades

---

[58] António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 107-108; John ARMOUR et alli., *Principles of Financial Regulation*, ob. cit., pp. 34-36, 118 e ss..; Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, "A responsabilidade civil perante os investidores por realização de relatórios de auditoria, recomendações de investimentos e relatórios de notação de risco", ob. cit., pp. 9-23; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 302-303; Manuel SÁ MARTINS, "Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco por Informações Prestadas aos Investidores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 47, Abril de 2014, CMVM, Lisboa, pp. 9 e ss..

[59] Cfr. Delfim VIDAL SANTOS, "As agências de notação de risco e a crise financeira planetária", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, 2011, N. º1, Almedina, Coimbra, pp. 137-168.

[60] Rui Manuel VASCONCELOS PINTO, *A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco*, ob. cit., pp. 27-78.

[61] Giovanni FACCI, "Le agenzie di r*ating* e la responsabilità per informazioni inesatte", ob. cit., pp. 167 e ss..

[62] Manuel SÁ MARTINS, "Responsabilidade civil das agências de notação de risco por informações prestadas aos investidores", ob. cit., pp. 9 e ss..

[63] Miguel COELHO, "Analistas financeiros e recomendações de investimento", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, Dezembro de 2001, CMVM, Lisboa, pp. 117-143; Miguel COELHO, "A actividade de research em Portugal, as recomendações de investimento e os conflitos de interesses", *Cadernos*

ou serviços de investimento, a integrar-se na intermediação financeira, esta referência autónoma perdeu um pouco o seu sentido.

Todas estas entidades se encontram vinculadas a deveres de informação, previstos na lei, para a qual remetemos. Os emitentes devem sobretudo dar conta da sua situação patrimonial-contabilística e das perspetivas de rendimento dos instrumentos financeiros emitidos, periódica ou ocasionalmente, sempre que se verifique certa circunstância[64]. Também as sociedades gestoras devem comunicar e informar a CMVM e demais público de pedidos de admissão, sua decisão, dados quanto às transações processadas e eventuais situações irregulares ou "anormais"[65]. A própria CMVM é responsável por publicar a informação prestada pelos emitentes, designadamente ao nível do prospeto, e demais agentes de mercado atuando como "garante" da credibilidade e da sua qualidade[66].

Idealmente, caberia uma referência autónoma a cada um: muito mais há e haveria para dizer sobre eles. Nessa impossibilidade, remetemos para a sede própria do seu tratamento e acentuaremos, agora, a nossa perspetiva sobre outros dois sujeitos de mercado: os intermediários financeiros e os investidores.

1.1.1. A nevrálgica importância dos intermediários financeiros

Os intermediários financeiros constituem o "veículo de acesso" ao mercado da esmagadora maioria dos investidores, dos *individual investors*, que adquirem produtos financeiros, mediante as atividades e serviços prestados pelos intermediários financeiros, os quais podem celebrar contratos em nome e por conta daqueles[67]. Previstos no art. 293º do

---

do Mercado de Valores Mobiliários, N.º16, Abril de 2003, CMVM, Lisboa; Paulo PEREIRA DA SILVA, "O conteúdo informativo dos relatórios de análise financeira – evidência empírica par ao mercado português", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º41, Abril de 2012, CMVM, Lisboa, pp. 65-90; John ARMOUR et alli., *Principles of Financial Regulation*, ob. cit., pp. 118 e ss..

[64] Filipa FERRO DOS SANTOS, "Importância da informação no mercado de capitais", ob. cit., pp. 363-393. São deveres periódicos os deveres de publicação de informação anual (245º do CVM), semestral (246º do CVM) e trimestral (246ºA do CVM); os demais integram o dever de divulgação e comunicação de informação privilegiada.

[65] Ex vide art. 212º do CVM e ainda o art. 15º do Decreto-Lei N.º 357-C/2007.

[66] José NUNES PEREIRA, "O novo Código de Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores", ob. cit., pp. 77 e ss; Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, ob. cit., pp. 187 e ss..

[67] Assim Alessio M. PACCES, "Financial intermediation in the security markets law and economics of conduct of business regulation", in *International Review of Law and Economics*, Vol. 20, N.º4, Dezembro de 2000, Elsevier, Amesterdão, pp. 480 e ss.; Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 357-358; John ARMOUR et alli; *Principles of Financial Regulation*, ob. cit., p. 22.

CVM, que os enumera, são profissionais, com competência e especialização de alto nível, que prestam ou exercem, a título exclusivo ou não, mas sempre profissionalmente e em nome próprio, serviços ou atividades de intermediação financeira[68], uma vez autorizados nos termos legais[69].

Nesta atividade, com a consciência de que muitos dos investidores que a eles recorrem ignoram dados sobre o mercado, operações e transações, designadamente a complexidade e os riscos dos produtos financeiros, facultam-lhes e explicam-lhes os mesmos, para compreenderem o alcance e a extensão da sua decisão de (des)investimento, com a erosão da assimetria informativa existente entre eles e os sujeitos que se encontram do lado da oferta de instrumentos financeiros, mais experientes e conhecedores, Assim, um dos redutos e contributos da sua intervenção é a tutela dos investidores, a que darão a possibilidade de tomar decisões informadas e racionais, plenamente esclarecidas, com a consequente confiança necessária para a efetivação de transações de que o mercado depende[70]. Menos onerosa de obter para o investidor, esta informação e esclarecimento reduz custos de transação e incentiva a melhor e eficiente afetação e circulação da riqueza e de bens, a rentabilização de excedentes, a diminuição da incerteza e do risco, logo, um mercado financeiro mais coeso e desenvolvido, que fomentará um sistema financeiro forte e, portanto, uma Economia também ela forte[71].

---

[68] Ou seja, as atividades do art. 289º do CVM, em termos taxativos: os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros, seus serviços auxiliares e o exercício das funções de depositário de instituições de investimento coletivo, dispondo o art. 290º/1 do CVM quais os primeiro e o art. 291º do CVM os segundos; sem esquecer a publicidade e prospeto, nos termos do art. 292º do CVM. Tratar-se-á da globalidade de atividade que permitem, facultam e visam a convergência entre a oferta e a procura de instrumentos financeiros, para o regular e eficiente funcionamento do mercado e o financiamento dos sujeitos que nele atuam; sobre isto, José ENGRÁCIA ANTUNES, "Os contratos de intermediação financeira", ob. cit., pp. 280-281.

[69] Assim Fernando CONCEIÇÃO NUNES, "Os intermediários financeiros", in *Direito dos Valores Mobiliários*/Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, Junho de 2000, pp. 93-95; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 261-263; Alexandre BRANDÃO DA VEIGA, "A profissionalidade na intermediação financeira", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º 10, Abril de 2001, CMVM, Lisboa, pp. 1-9.

[70] José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", ob. cit.; Alessio M. PACCES, "Financial intermediation in the security markets law and economics of conduct of business regulation", ob. cit., pp. 480-492; Luís Manuel Teles de MENEZES LEITÃO, "Actividades de intermediação e responsabilidade de intermediários financeiros", *in Direito dos Valores Mobiliários*/Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, Junho de 2000, p. 130; DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN Lefebvre, *An international approach to capital markets and financial regulation* ob. cit., pp. 27-28, 34-35, 39-43.

[71] DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN Lefebvre, *An international approach to capital markets and financial regulation,* ob. cit., pp. 27-28, 34-35, 39-43; José FERREIRA GOMES, "Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MiFID II", in *O Novo Direito dos Valores*

No entanto, a prestação da atividade de intermediação financeira encontra-se dependente da celebração de um contrato, o contrato de intermediação financeira, i.e., um "acordo de vontades opostas, mas convergentes, entre aquele que formula uma proposta e aquele que a aceite, com força vinculativa"[72], em que o intermediário financeiro se vincula à prestação de um serviço ou de uma atividade e o investidor ao pagamento da correspondente remuneração. Trata-se de um contrato de prestação de serviços e encontra-se sujeito à disciplina geral dos contratos e a que o CVM prevê para eles e para cada um: consultoria para investimento (art. 346º), de assistência (art. 337º), de gestão de carteira (arts. 335º e ss.), de tomada firme (art. 339º), de colocação (art. 338º e ss.) e de registo e depósito (art. 343º)[73]. Destaque-se que não vigora qualquer princípio de taxatividade dos contratos de intermediação financeira[74].

Esta premissa não ignora que, na sua atividade, antes e independentemente da celebração e execução desse contrato, nas relações com os que atuam no mercado, que não só os investidores, os intermediários financeiros regem-se por um elevado padrão de diligência, de transparência e de lealdade[75] e a sua conduta deve orientar-se por certos princípios[76]: proteção dos legítimos interesses dos investidores, não os colocando em perigo e privilegiando-os no exercício da sua atividade, emitindo alertas e recomendações quanto aos eventuais prejuízos de certos negócios jurídicos, abstendo-se de praticar atos que ponham em causa os seus interesses[77]; proteção da eficiência do mercado; atuação dentro

---

Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 227-230; José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro – alguns aspetos", in C*adernos de Mercado de Valores Mobiliários,* N.º56, Abril de 2017, CMVM, Lisboa, p. 31; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 261-263.

[72] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, 10.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 211 e ss.; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 387 e ss..

[73] António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 319-321.

[74] Rui PINTO DUARTE, "Contratos de Intermediação Financeira no Código de Valores Mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 353 e ss..

[75] Ex vide art. 304º/2 do CVM, justificada pela elevada confiança que os clientes-investidores neles colocam, em homenagem à sua proteção, cfr. António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 274-284, é um profissional fiduciário.

[76] António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 273-274; Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro Perante o Cliente,* Almedina, Coimbra, 2008, pp. 71-105.

[77] Cfr. José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro", ob. cit., pp. 31 e ss.: este princípio condicionará e modelará outros princípios e deveres, conhecendo reflexos nos arts. 309º, n.ºs 1 e 3, 310º, 314º e ss., 330º, n.º2 e 326º, n.º1, alínea b) do CVM; FAZENDA MARTINS, "Deveres dos intermediários financeiros, em especial os deveres para com os clientes e o mercado", in in *Cadernos do*

dos trâmites impostos pela boa fé, com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência, que deve pautar toda a sua conduta, quer na relação com clientes, quer na relação com não clientes; e obtenção de informação relativa ao conhecimento e à experiência dos investidores neste domínio, acompanhada de sigilo profissional, de modo a que os possam conhecer e, posteriormente, verificar se os serviços e operações de investimento concretos se encontram adequados ao cliente-investidor concreto, em face do seu perfil[78].

Estes princípios refratam-se em normas que consagram deveres de conduta[79] pré-contratuais, contratuais, gerais, organizativos ou derivados da sua atuação no mercado, dispersos pela lei mobiliária[80]. Aí se inserem os deveres de informação que asseguram a tutela dos investidores e o desempenho daquela função informativa inicialmente traçada. A sua extensão e profundidade de cumprimento encontra-se dependente do perfil do concreto cliente: menos experiente e conhecedor, maior e mais intenso o dever de informação, porque maior a sua necessidade de tutela (art. 312º/2 do CVM). Para tanto, o intermediário financeiro terá de inquirir e traçar o perfil do cliente-investidor, ao recolher dados e colocar-lhes questões, para, posteriormente, o categorizar, consoante o seu estado de conhecimento (princípio *know your customer*)[81].

Atualmente, os deveres de informação do intermediário financeiro encontram-se previstos, na legislação nacional e na legislação comunitária, a cumprir nas condições já mencionadas e estatuídas no art.7º do CVM. Assim, o art. 312º do CVM e os arts. 44º a 47º do Regulamento Delegado (UE) N.º 2017/565 prevêem factos a informar, sem prejuízo dos demais preceitos desse diploma comunitário, diretamente aplicável entre nós, que consagram

---

Mercado de Valores Mobiliários, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 331 e ss.; Nuno CASAL, "Best execution – execução nas melhores condições", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 27, Agosto 2007, CMVM, Lisboa, pp. 126-146

[78] Rui POLÓNIA, *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, ob. cit., pp. 102 e ss.; José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro", ob. cit., pp. 31 e ss.; Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros", in *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 299-300, 310-314.

[79] Felipe CANABARRO TEIXEIRO, "Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e sua responsabilidade", ob. cit., pp. 50-74.

[80] FAZENDA MARTINS, "Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado", ob. cit., pp. 331 e ss., como o importante dever de adequação, de categorização e de melhor execução das ordens dos investidores.

[81] Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros", ob. cit., pp. 299-300, 310-314.

deveres de informação específicos, consoante a atividade de intermediação financeira[82]. Este elenco mínimo de dados a fornecer não preclude a divulgação dos demais elementos necessários para esclarecer devidamente o investidor[83].

Não se pode falar de estritos deveres de informação, já que existe também o dever de esclarecimento: não se trata, apenas, de o intermediário financeiro disponibilizar e prontificar ao cliente-investidor a informação necessária para o seu conhecimento, mas também de oferecer resposta às dúvidas que este tenha ativamente colocado e que se mostrem razoáveis em face do contexto, como assim impõe a boa fé, à semelhança do disposto no art. 6º, n.ºs 1 e 2 do Decreto-Lei N.º 446/85, de 25 de Outubro (Lei das Cláusulas Contratuais Gerais), que consagram, respetivamente, um dever de informação e um dever de esclarecimento do outro contraente e que, tantas vezes, se aplica neste domínio, dado que também aos contratos de intermediação financeira podem ser apostas cláusulas contratuais gerais[84].

1.1.2. O Investidor

A definição do conceito de investidor é difícil, fruto da pluralidade legislativa de significados e não se descortina, no ordenamento jurídico comunitário, qualquer preceito que contenha essa noção[85].

---

[82] Cfr. António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., p. 312: antes da transposição da DMIF II, alguns destes deveres mais específicos encontravam-se previstos no CVM, correspondendo este Regulamento ao segundo nível de execução da DMIF II.

[83] Felipe CANABARRO TEIXEIRO, "Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e sua responsabilidade", ob. cit., pp. 50-74.

[84] Assim tanto, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 18 de Novembro de 1999, Processo N.º 99B869, "o direito à informação importa que seja produzida uma informação completa e leal", pelo que abarca o direito e, consequentemente, o dever de esclarecimento.

[85] José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "A protecção do investidor", in *Direito dos Valores Mobiliários,* Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 13 e ss.; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., p. 108; Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro Perante o Cliente,* ob. cit., pp. 42 e ss.; Sofia NASCIMENTO RODRIGUES, "A protecção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários", in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira,* Almedina, Coimbra, 2007, p. 146; Sofia NASCIMENTO RODRIGUES, "O direito de resolução do investidor na contratação de serviços financeiros à distância", in *Direito dos Valores Mobiliários,* Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 233 e ss..

BARRETO MENEZES CORDEIRO traz-nos duas aceções deste conceito: uma ampla, que incluirá o "público em geral"[86], e uma restrita, pessoa jurídica, que, mediante negociações sobre instrumentos financeiros, vende ou adquire os mesmos, canalizando e mobilizando o seu capital, fundos e poupanças como forma de lucrar com o rendimento das operações que realiza, ainda que através de outrem (intermediário financeiro)[87].

Assim, no amplo conceito de investidor encontramos a noção de cliente (do intermediário financeiro)[88], ainda que não tenha celebrado o contrato de intermediação financeira (cliente potencial, que se distingue assim do cliente atual), encontrando-se o intermediário financeiro já vinculado a certos deveres e normas de conduta. Portanto, o mero contacto com o intermediário financeiro, com vista à contratação dos seus serviços, torna o intermediário financeiro adstrito a alguns deveres e normas, em nome da tão acentuada vertente de tutela do investidor[89].

Todavia, a urgência de proteção não é homogénea e a lei prevê duas, ou melhor, três categorias de investidores, sem as definir e em que o intermediário financeiro os enquadra em concreto: contrapartes elegíveis[90], investidores profissionais[91], investidores não profissionais[92], conforme resulta dos arts. 30º e 317º-D do CVM, cada categoria com

---

[86] António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., p. 108

[87] Cfr. José Ramón CANO RISCO, *Enciclopedia básica de la bolsa y del inversor financeiro*, 2.ª Edição, Tecnos, Madrid, 2003, p. 290, art. 3º/1/i) do revogado CMVM, de 1991, vide Conceição AGUIAR, "O estatuto dos investidores qualificados a pedido", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 31, Dezembro de 2008, CMVM, Lisboa, pp. 89 e ss.. António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., p. 108. Não coincide tal noção com a do Autor, que confunde a de "investidor" com a de "cliente", consagrada na DMIF II, nem com a do Decreto-Lei N.º222/99, de 22 de Junho.

[88] Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente,* ob. cit., pp. 42 e ss..

[89] Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente,* ob. cit., pp. 42 e ss..

[90] Ex vide art. 30º/1/ alíneas a) a i) do CVM, excluindo as da alínea h), os governos regionais e os organismos públicos de âmbito regional, com a salvaguarda da alínea k). Cfr. António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 109-110, ex vide art. 317ºD do CVM.

[91] Ex vide art. 30º/1 do CVM, sem prejuízo dos investidores profissionais a pedido, que duas de três: realizem uma media de 10 operações em cada três meses, com preponderância significativa no mercado, durante um ano, a sua carteira seja de valor superior a 500.000 euros; e as suas atividades exijam e requeriam particulares e especializados conhecimentos. Cfr. Conceição AGUIAR, "O Estatuto dos Investidores Qualificados a Pedido", ob. cit., pp. 88-98, ainda a possibilidade da CMVM atribuir essa qualidade a quem cumpra certas características, vide Sofia NASCIMENTO ROGRIGUES, "A protecção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários", ob. cit., pp. 145-150, 153-155; art. 317ºB/2/3 do CVM; Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos instrumentos financeiros", ob. cit. pp. 300-306, que alerta para a possibilidade de se requerer um maior nível de tutela.

[92] Delimitados negativamente: todos aqueles que não se reconduzam a uma daquelas categorias, cfr. António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 109-110.

uma necessidade de proteção crescentemente intensa, já que, respetiva e progressivamente, serão dotados de menos conhecimentos e menos experiência no setor, encontrando-se a cada um associado certo estatuto jurídico[93].

a) O investidor como consumidor?

Questão controvertida, que não raras vezes se coloca, é a de saber se o investidor se subsume à categoria de consumidor e se a sua posição jurídica é integralmente sancionada pela Lei de Defesa do Consumidor (Lei N.º 24/96, de 31 de Julho).

Um setor da doutrina opta por responder afirmativamente a esta questão – ainda que com restrições[94] -, e outro recusa tal possibilidade. O primeiro grupo baseia-se em argumentos, literais e teleológicos. Deste modo, perante a definição de consumidor, "aquele a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional, por pessoa que exerça com carácter profissional uma atividade económica que vise a obtenção de benefícios"[95], admitem a subsunção do investidor como consumidor. Ainda invocam a equiparação realizada pelo art. 321º/3, do CVM, entre o investidor não profissional e o consumidor no contrato de intermediação financeira com cláusulas gerais. Além do mais invocam a *ratio* de proteção dos investidores: a mesma da de tutela dos consumidores – a restituição de equilíbrio no mundo contratual em que estes dois sujeitos intervêm e a erosa da assimetria informativa[96].

Ora, estes argumentos não podem bastar e cumpre realizar uma reflexão mais profunda, para ser favorável a este entendimento. Desde logo, a equiparação – e jamais classificação, é apenas efetuada em normas específicas, para determinadas hipóteses, e não na generalidade das situações, o que permite inferir que a lei não procurou conferir-lhes essa

[93] Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos instrumentos financeiros", ob. cit. pp. 300-306.
[94] Como Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente,* ob. cit., pp. 43-44.
[95] Ex vide art. 2º/1 da Lei de Defesa do Consumidor.
[96] Cfr António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 111-113.

qualificação sempre, em abstrato e, repita-se, na generalidade, até porque a ela se faz referência expressa[97].

Por outro lado, teleologicamente, a Lei de Defesa do Consumidor quis defendê-lo dos riscos da contratação de serviços ou bens a sujeitos profissionais, por, à partida, o consumidor ser menos esclarecido e possuir menos conhecimentos para avaliar a qualidade dos mesmos. Repor-se-ia, assim, o equilíbrio que deve presidir a qualquer relação contratual. Ora, esta característica, de parte contratual mais frágil, é apontada igualmente aos investidores, pelo que faria todo o sentido considerar o investidor consumidor[98].

Todavia, no âmbito do mercado financeiro, a proteção do investidor não será conseguida com a aplicação geral da Lei da Defesa do Consumidor, a favor do investidor, mas com a consagração de outros mecanismos, de que são exemplo os deveres de informação[99].

Os riscos que se visam erodir não são, pois, os mesmos do tráfego geral que o consumo pressupõe, uma vez que todos seremos consumidores, mas não investidores[100] e o tráfego mobiliário acarreta especificidades, que traduzidas na sua maior aleatoriedade, implicam maiores riscos. Esses riscos possibilitam o retorno financeiro desejado com o investimento em certo instrumento financeiro e proceder à remoção dele diminui o retorno. Constata-se, pois, que a intervenção neste mercado pode implicar grandes ganhos e grandes perdas e, se é certo que cabe atribuir-lhe a devida proteção de que carece, não nos podemos esquecer que este domínio de maior aleatoriedade é influenciado por muitas circunstâncias e eventos sociais, tantas vezes alheios ao próprio mercado e sujeitos que nele intervêm, potenciado pelas características de que qualquer variação económica e qualquer acontecimento, ainda que de pequena dimensão, num ponto remoto do Mundo, se repercute

---

[97] José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "A protecção do investidor", ob. cit., pp. 13 e ss.; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 111-113.
[98] Sofia NASCIMENTO RODRIGUES, "O direito de resolução do investidor na contratação de serviços financeiros à distância", ob. cit., pp. 250-254, que não exclui essa possibilidade no quadro dos serviços bancários e dos seguros.
[99] Cfr António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 111-113.
[100] Cfr António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 111-113.

e surte efeitos por todos os mercados financeiros, com a globalização existente e o acesso mais fácil e universal ao mercado pelos mesmos[101].

Aliás, a ideia de equiparação e de proteção do investidor como consumidor apresenta-se, até, como um paradoxo, na medida em que pretende conferir uma proteção de elevado grau a alguém que corre um risco – maior ou menor – para lograr obter um certo rendimento ou lucro. Potencialmente, transformar-se-ia o investidor numa criança, com a tutela excessiva que pode contribuir para uma atitude demasiado otimista e para a realização de investimentos irracionais. Reside aqui o desafio da regulação, conferir ao investidor uma tutela adequada, mas não excessiva, sob pena de criar uma paralisação ao funcionamento do tráfego mobiliário. Deve procurar-se, sim, que o investidor possua todos os conhecimentos e todas as informações e que dispõe dos elementos que lhe permitem tomar uma boa e racional decisão, para que ele possa "*do the math*"[102].

[101] Didier VITRAC, *Tout savoir sur la Bourse*, 6.ª Edição, Gualino Editeur, Paris, 2004, pp. 10 e ss..
[102] Como alerta o Supreme Court dos Estados Unidos da América; cfr. Dimity KINGSFORD SMITH e Olivia DIXON, "The Consumer Interest and The Financial MARKETS", in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 696-729: assim, teremos um autêntico "cidadão financeiro".

Capítulo II

2. A Responsabilidade Civil como Principal Via de Tutela do Investidor

Na senda de respostas quanto à tutela civilística de que beneficiará o investidor, não informado ou informado incorretamente pelo intermediário financeiro, e que, em consequência, sofre prejuízos e danos, com os investimentos que assim realiza, encontramos a possibilidade de aplicação de três institutos ou figuras jurídicas, num diálogo constante e dinâmico entre o sistema jurídico que os consagra e o problema *subjudice* (dialética sistema-problema[103]). Destarte, referir-nos-emos ao instituto da responsabilidade civil, cuja abordagem privilegiamos, à possibilidade de anulação dos negócios jurídicos realizados com base em dolo ou erro do declarante – aqui, o cliente-investidor, sem precludir ao funcionamento subsidiário do enriquecimento sem causa.

Regulado nos arts. 483º e ss. e 798º e ss. do CC, consoante a modalidade em causa, o instituto da Responsabilidade Civil[104], uma vez afirmados os pressupostos do seu funcionamento, constrange aquele que, com a sua conduta, causou prejuízos a outrem, a proceder à reparação desses danos[105]. Emerge, assim, na esfera jurídica do lesante, o dever

---

[103] António CASTANHEIRA NEVES, "O actual problema metodológico da realização do direito" in *Digesta: escritos acerca do direito, do pensamento jurídico, da sua metodologia e outros*, 2.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 1995, pp. 259, 266 274-275, 279, 281.

[104] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 128 e ss..

[105] O dano define-se como o prejuízo causado pela conduta ilícita e culposa do agente, uma "perda *in natura*", que o lesado sofreu nos bens e interesses de que é titular (dano real), que se contrapõe ao dano de cálculo ou patrimonial, reflexo patrimonial do mesmo na esfera jurídica do lesado, a "diferença entre a situação em que se encontra e aquela em que se encontraria se não fosse a lesão ocorrida", cfr. Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 150-194, 160-166, 218 e ss., 491 e ss., 530 e ss., 541; Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar*, Vol. I, Tipografia Ramos, Lisboa, 1944, pp. 126 e ss.; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, 7.ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 1997, pp. 373 e ss., 388-289; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 597 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, 12.ª Edição Revista e Actualizada, 3.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Dezembro de 2009, pp. 517-539, 557-561; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 196 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, 1.ª Edição, Princípia, Cascais, 2018, pp. 498 e ss., Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Danos – Uma leitura Personalista da responsabilidade civil*, 1.ª Edição, Princípia Editora, Cascais, 2018, pp. 38-41, critica o facto de se fazer intervir, na definição de dano, o conceito de ilicitude.

O dano pode ser dano emergente ou lucro cessante, cfr. Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 376-378; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob.

de indemnizar[106] o lesado, que se torna credor da obrigação de indemnização, destinada a colocá-lo na situação em que se encontraria se o dano não se tivesse verificado, i.e., de o tornar "indemne" e reparar o prejuízo causado[107].

Deste modo, facilmente se pode cogitar, para eventualmente admitir, que a preterição de deveres de informação pelo intermediário financeiro, ao causar danos ao investidor, que mal ou insuficientemente informado, conclui negócios patrimonialmente prejudiciais (*out of the pocket*[108]), constitua o intermediário financeiro na necessidade de suportar esses prejuízos. Tanto converte, por força da lei, o instituto da responsabilidade civil uma "fonte de obrigações"[109], desde que se verifiquem os requisitos para tal, em

---

cit., pp. 597 e ss., ou seja, abrangerá, respetivamente, não só o dano sofrido nos bens jurídicos de que o cliente-investidor já era titular, mas aqueles que recaem sobre os bens ou interesses juridicamente tutelados que, muito provavelmente, adviriam à sua titularidade.

Pode ser também patrimonial ou não patrimonial, se, respetivamente, for avaliável ou não em dinheiro. Atualmente, a compensação por danos não patrimoniais é pacífica, desde que objetivamente graves para merecer a tutela do Direito, o que aqui não pode deixar de atender ao clima de grande risco em que incorre quem assim intervém. Quanto a isto e à discussão subjacente, cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 600-601; Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar*, Vol. I, ob. cit., pp. 102-103; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 234; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 300 e ss., que nota que os danos não patrimoniais não são apenas danos morais; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual* , ob. cit., pp. 196 e ss.; Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Reparação por danos não patrimoniais: inconstitucionalidade da relevância da situação económica do lesado", in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 143, N.º 3984, 2014, Imprensa da Universidade, Coimbra, pp. 189-219; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 301 e ss..

[106] Trata-se de um dever jurídico, um "sacrifício" que o lesante, parte numa relação de crédito, terá de suportar, adotando um comportamento, judicialmente exigível. Sobre o conceito de dever jurídico, contraposto ao estado de sujeição e aos poderes-deveres ou poderes funcionais, cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2020, pp. 285-286; João de Matos Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 23-24, 52 e ss.; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 177-184. Daqui também que, ao referirmos a obrigação como dever de prestar a indemnização nos referimos ao lado passivo da relação jurídica obrigacional, que o art. 397º do CC pressupõe; todavia, jurídico-tecnicamente, este termo abrange toda a relação jurídica obrigacional, i.e., o seu lado passivo e o seu lado passivo.

[107] António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., p. 288; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 542 e ss., 903 e ss..

[108] Termo empregue por Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"/ O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores*, Livraria Almedina, Coimbra, 1997, pp. 36 e ss..

[109] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 128 e ss.; Jorge SINDE MONTEIRO, "Rudimentos da responsabilidade civil", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Ano II, 2005, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 349 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 197 e ss., 517-539: "são fontes das obrigações os factos jurídicos que lhes podem dar origem". António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 285-286, 291 e ss., 301-308, 309-315, 318-315, 353-358; António MENEZES CORDEIRO, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades*, LEX, Lisboa, 1977, pp. 399-408, 417-418. A responsabilidade civil é, a par do contrato, uma das principais fontes de obrigações, sem prejuízo das demais, como aliás, nos ensina GAIUS, embora não possamos prescrever totalmente a sua linha de pensamento.

consonância com a circunstância de o seu fundamento residir na liberdade do sujeito responsável, sem prejuízo dos recentes – porque não clássicos – "ventos" que se vêm fazendo sentir neste domínio e esta liberdade só poder ser coartada em certas situações[110].

Esses requisitos ou pressupostos são, em regra, cinco: 1) conduta (lesiva) do agente; 2) ilicitude do comportamento do agente; 3) culpa do lesante; 4) nexo de causalidade entre a conduta do agente e o dano verificado; e 5) claro, a verificação de um dano[111]. O nosso

---

[110] Constitui, ao fazer recair o ressarcimento ou a reparação da lesão naquele que deu causa ao dano e não no lesado, uma exceção à regra de que será este último a suportá-lo (*casum sensit dominus*), desde que verificados os fundamentos para tal. Em princípio, o dano constitui o preço a pagar pela vivência em sociedade, a menos que haja causa de deslocação deste para a esfera de quem contribuiu para a sua produção, ao introduzir uma perturbação na esfera jurídica de outrem, violando o classicamente designado *neminem laedere.* Assim, Jorge SINDE MONTEIRO, "Rudimentos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 349 e ss.; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via" no Direito da Responsabilidade Civil/O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores,* ob. cit., pp. 14-17, Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais,* ob. cit., pp. 667-682, a aludir a notas históricas: de acordo com estes autores, a responsabilidade civil representa um avanço civilizacional, enquanto alternativa à "vingança coletiva", perpetuada entre famílias e clãs, e forma de afastamento da Lei de Talião, traduzida na produção do mal sofrido pela vítima ao agente, embora já com uma ideia de proporção. A consagração do dever de indemnização teve lugar com a *Lex Aquilia,* razão por que ainda hoje denominamos a responsabilidade extracontratual de responsabilidade aquiliana.

Sempre que possível, a reparação dos danos causados deve ter lugar *in natura,* em espécie, que terá prioridade sobre a integração do lesado mediante o pagamento de uma quantia monetária, quando a primeira forma de reparação não se mostrar capaz de ressarcir adequadamente o lesado ou importar um excessivo sacrifício na reparação dos danos produzidos pelo agente – a designada "reparação por equivalente" – cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 400 e ss.; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 128 e ss.. Trata-se de algo a que este contexto não é estranho: atento o processamento eletrónico, extremamente célere e globalizado, das transações mobiliárias, efetuadas em cadeia, bem como as alterações tão repentinas e sensíveis das variáveis de mercado, torna-se difícil, senão impossível, proceder à reparação natural, termos em que caberá ao intermediário financeiro, pelos danos causados pelo investidor, proceder ao pagamento de uma quantia pecuniária.

Relativamente ao(s) fundamento(s) da responsabilidade civil, cfr. Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Reparação por danos não patrimoniais: inconstitucionalidade da relevância da situação económica do lesado", ob. cit., pp. 189-219; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 618 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 517-539, 557 e ss.; António PINTO MONTEIRO, *Cláusulas limitativas e de exclusão da responsabilidade civil,* Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1985, pp. 54-63; Claude FLUET, "Assurance de responsabilité aléa moral dans les regimes de responsabilité objective et pour faute", in *Revue d'économie politique,* N.º6, 2002, Éditions Dalloz, Paris, pp. 845-849; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., p. 288.

[111] Ex vide art. 483º e ss. do CC, Carlos Alberto da MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 128 e ss.. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 518 e ss.: nem sempre se exigem todos estes pressupostos. A adoção deste entendimento de pressupostos da responsabilidade civil corresponde à defendida por Manuel de ANDRADE e por PEREIRA COELHO, tanto para a responsabilidade contratual, como para a responsabilidade extracontratual, mas discordam PESSOA JORGE, que considera que será apenas necessária a verificação de uma conduta ilícita e de um dano ressarcível; e como Jaime GOUVEIA que acrescenta àquela sistematização a culpa, *apud* João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 526, que alerta ainda para as diferenças entre os vários ordenamentos jurídicos, nos quais existem divergências; em França, a maioria defende que os pressupostos da responsabilidade civil assentarão. Para Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar,* Vol. I, ob. cit., p. 101, serão pressupostos: "o dano, a violação de um direito de que resulta o dano,

estudo incidirá sobre alguns aspetos pertinentes que estes pressupostos suscitam no quadro da responsabilidade civil do intermediário financeiro, sem perdermos o horizonte do Direito como um sistema jurídico aberto, algo que convocará, neste contexto, circunstâncias não apenas atinentes ao Direito Privado Comum, mas também ao DVM.

2.1. A articulação entre o art. 485º do CC e o art. 304ºA do CVM em matéria de responsabilidade civil pelo não cumprimento dos deveres de informação do intermediário financeiro

Na análise da responsabilidade civil do intermediário financeiro[112] pelo não cumprimento dos deveres de informação, julgamos pertinente problematizar uma questão: aplicar-se-á o regime do CVM ou o do CC?

O art. 304ºA do CVM consagra a responsabilidade civil do intermediário financeiro pela violação dos deveres de conduta a que este se encontra adstrito, nos quais se incluem os deveres de informação. Trata-se de uma cláusula geral de responsabilidade civil[113], aplicável quando a lei não preveja um preceito especial de responsabilidade civil do intermediário financeiro, por preterição de certo dever de conduta que sobre ele pende, como o art. 149º do CVM, relativo à responsabilidade do intermediário financeiro pelo prospeto em que este participe.

Ora, não havendo nenhum preceito especial que "sancione" a violação dos deveres de informação no quadro da negociação, da celebração e da execução de um contrato de intermediação financeira, mobilizaremos este preceito (304ºA do CVM), que permite a subsunção de todos os casos de inobservância de deveres de conduta que reclamam uma indemnização, mas que não se enquadram numa norma especial, qualquer que seja a modalidade de responsabilidade em causa[114]. Mas, de igual modo, o

---

o facto que dá origem à essa violação, o nexo de causalidade e o nexo de imputação dos restantes elementos a determinadas pessoas".

[112] Por força do disposto no art. 304º/5 do CVM as considerações aqui expostas valem não só para o intermediário financeiro enquanto pessoa coletiva, mas também para os seus funcionários e para as demais pessoas singulares, por meio dos quais aquele atua.

[113] Assim Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp. 199 e ss.; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 289 e ss.; José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro – alguns aspectos", ob. cit., pp. 48 e ss..

[114] Desta norma se inferem também quais os requisitos cuja verificação se afigura necessária para a afirmação deste instituto, que correspondem aos que afirmámos e que a teoria tradicional postula – assim Gonçalo André

art. 485º do CC estabelece a responsabilidade civil por informações, conselhos ou recomendações e mostra-se capaz de absorver o âmbito de relevância do problema[115]. Como se conjugam, então, estes preceitos e como se articulam o Direito Civil e o DVM? Será também o art. 485º do CC aqui aplicável?

O Direito dos Valores Mobiliários é sobretudo Direito Privado e regula principal, ainda que não unicamente, relações entre particulares ou entre sujeitos que, não o sendo, atuam "despidos do seu *ius imperii*", i.e., de prorrogativas de autoridade ou de soberania. Assim, como o Direito Civil, "Direito Privado Comum", também o DVM é Direito Privado [116] e, à semelhança do Direito do Trabalho e do Direito Comercial, surgiu como resposta a necessidades específicas dum setor da vida social, a que o Direito Civil se mostrava inapto, no contexto dos mercados dos valores mobiliários, evidentemente no que concerne as relações jus-privatísticas. O DVM reconduz-se ainda ao Direito Privado e é "dependente" do Direito Civil: muitos dos vetores fundamentais deste, como a expressão da autonomia privada[117] (não obstante as maiores limitações que os interesses públicos aqui imponham) e o facto de procurar o equilíbrio entre os sujeitos, que uma relação de Direito Privado geralmente pressupõe e que nos mercados nem sempre existe, estão aqui presentes. Inclusivamente, muitos dos institutos de Direito Civil são acolhidos expressamente no CVM, que os pressupõe e

---

CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp. 199 e ss.; Pedro ÁVILA, *Sobre as consequências da violação do dever de informação do intermediário financeiro no âmbito de um contrato de gestão de carteira*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2014, pp. 33 e ss.-, embora disso discorde António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 289 e ss., que propugna pela formulação de quatro requisitos a partir da norma: a inobservância do dever de conduta (v.g. de informação) pelo intermediário financeiro; que deverá ser culposa; e produzir danos; verificando-se um nexo de causalidade entre essa conduta e os danos observados, e defende que se trata de uma presunção, mediante a qual, para o intermediário financeiro afastar a afirmação da sua responsabilidade, deve lograr a prova de, ao caso, estes pressupostos não serem cumpridos; como ele, José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro – alguns aspectos", ob. cit., p. 49. O revogado CMVM consagrava, também ele, uma cláusula geral de responsabilidade civil do intermediário financeiro, no art. 651º.

[115] Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Livraria Almedina, Coimbra, 1989, pp. 14-21, 22 e ss, 97-115, para o BGH, a responsabilidade por informações envolve não só a responsabilidade pelos factos fornecidos, mas também pelos juízos com base neles efetuados.

[116] Sobre a dicotomia entre Direito Privado e Direito Público deixa de fazer algum sentido, adotando o critério da Teoria dos Sujeitos, o mais adequado e aqui mobilizado, cfr. Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 35 e ss..

[117] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 35 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 105-109, 228 e ss., a definirem a autonomia privada, acolhida nos arts. 26º/1 e 61º da CRP, como a faculdade de os sujeitos jurídicos autoconformarem a sua esfera jurídica, manifestada no exercício de direitos, no gozo dos bens e na liberdade contratual destes.

que para ele remete, ainda que com uma configuração distinta. Como conjugar, então, estes dois ramos jurídicos?

Ora, como o Direito Comercial e o Direito do Trabalho, também o DVM é direito especial e o Direito Civil constitui Direito Comum, pelo que as soluções do primeiro postergam a aplicação do segundo, direito subsidiário do DVM, mobilizado quando este não preveja solução para o problema em causa, com as adaptações exigidas[118].

Assim, o art. 485º do CC, um dos preceitos legais que prevê a responsabilidade por factos ilícitos, exclui, por princípio, no plano extracontratual e, eventualmente, no plano contratual[119], a responsabilidade civil do sujeito que preste informações, conselhos e recomendações inexatas e erradas ou que se recuse a fazê-lo, máxime por aquele que os recebe sempre dever indagar e aferir da sua veracidade, pertinência e razoabilidade[120].

---

[118] Assim João BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 14.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Setembro de 2004, p. 95; Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa, pp. 42-43 e António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 42 e ss., pp. 65 e ss., 76 e ss..

[119] É duvidoso que se possa mobilizar este preceito no âmbito da responsabilidade contratual, algo admitido por Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via" no Direito da Responsabilidade Civil/O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores*, ob. cit., pp. 65-73; em sentido diferente, a afastar essa hipótese, Agostinho CARDOSO GUEDES, "A responsabilidade do banco por informações à luz do art. 485º do Código Civil", in *Revista de Direito e Economia*, Ano XIV, 1988, C.I.E.J.E., Coimbra, pp. 135-163.

[120] Esta solução é aquela que recebeu acolhimento na acolhimento na generalidade dos demais ordenamentos jurídicos (ex vide §675 II do BGB, que versa sobre o mandato gratuito, inspirado no Direito Romano), e que encontra justificação na gratuidade, na amabilidade e na amabilidade em fornecer informações, conselhos e recomendações a outrem, que deverá, em regra, empregar todo o seu cuidado em "despi-los" da vertente pessoal que, normalmente, impregnam os mesmos pela pessoa que os prestou, havendo que preservar a sua liberdade de expressão, mas também tutelar aquele que recebe essas informações. Não existe, todavia, semelhante previsão nos ordenamentos jurídicos italiano e francês, que reconduzem este tipo de situações às normas gerais. Sobre isto, João de Matos Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 548-551; Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Ilicitude extracontratual (umas breves notas)", in *Novos Olhares sobre a Responsabilidade Civil*, CEJ, Lisboa, Outubro de 2018, disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/eb_ReponsCivil_2018.pdf, pp. 31-35: este regime não exclui a aplicação do regime geral da responsabilidade civil extracontratual.

Jorge SINDE MONTEIRO, "Responsabilidade por informações face a terceiros", in *Dereito: Revista xurídica da Universidade de Santiago de Compostela*, Vol. 7, N.º 1, 1998, Servicio de Publicacións e Intercambio Cientifico, Santiago de Compostela, pp. 203-228, considera que não devemos considerar estas situações excecionais de responsabilidade civil por informações, conselhos ou recomendações como um universo taxativo.

Afirma-se, então, como regra, a irresponsabilidade dos sujeitos que prestam essas informações; regra esta que é afastada em três casos, verificados os demais pressupostos exigidos pelo art. 483º do CC[121]: 1) assunção pelo lesante da responsabilidade pelos danos que eventualmente a sua informação em sentido amplo cause a quem foi prestada; 2) existência de um dever jurídico de aconselhar, recomendar ou informar, pelo lesante, que atuou com culpa; ou 3) punição criminal dessa conduta do agente.

Destarte, se o primeiro e o terceiro casos não oferecem dúvidas, o segundo tem já suscitado algumas e considera-se que esse dever jurídico existirá quando resulte da vontade convencional[122], da lei, dos usos do tráfego e quando o titular de um direito manifeste dúvidas razoáveis sobre o seu direito a quem esteja em condições de as desfazer, o seu esclarecimento seja essencial para a formação regular da vontade de contratar e a assimetria informativa existente denote uma "especial necessidade de proteção"[123].

Ora, julgamos ser possível reconduzir a atuação do intermediário financeiro analisada a uma das hipóteses que, excecionalmente, ditam a responsabilidade por informações, conselhos ou recomendações[124], na medida em que os deveres preteridos

---

[121] Assim, Manuel VEIGA DE FARIA, "Algumas questões em torno da responsabilidade civil dos bancos pela concessão ou recusa de crédito e por informações, conselhos ou recomendações", in *Revista da Banca*, N.º35, Julho-Setembro de 1995, A.P.B., Lisboa, pp. 43-47.

[122] Podendo constituir a prestação dessa informação, conselho ou recomendação a prestação principal do contrato, como acontecerá, no âmbito da intermediação financeira, no caso dos contratos de consultoria para investimento e de análise financeira, os chamados "contratos de informação", cfr. Agostinho CARDOSO GUEDES, "A responsabilidade do banco por informações à luz do art. 485º do Código Civil", ob. cit., pp. 135-163. Consideramos estes contratos contratos de prestação de serviços, mas há quem argua que podem ser entendidos como contratos de empreitada, uma vez que estará em causa um serviço ou uma atividade que visa o fornecimento de um resultado (a informação, o conselho e a recomendação), "um produto que será devido", cfr. Dieter STRAUCH, "A respeito da responsabilidade profissional por conselhos, informações e pareceres com base no BGB", in *Revista de Direito e Economia*, Ano XV, 1989, C.I.E.J.E., Coimbra, pp. 5 e ss..

[123] Ex vide art. 573º do CC, Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 22 de Maio de 1992; ainda Dário MOURA VICENTE, *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado,* Almedina, Coimbra, 2001, p. 307.

[124] Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 14-21, a informação em sentido lato abrange o conselho (comunicação de um ponto de vista ou de um "juízo de valor" relativamente a uma conduta a adotar ou a uma decisão a tomar no futuro por aquele a quem o conselho se destina), a recomendação (conselho "mais fraco", que se traduz no juízo de valor incidente sobre as "boas qualidades acerca de uma pessoa ou de uma coisa", para auxiliar ou orientar aquele a quem é dirigido) e a informação em sentido estrito (pura descrição factual e objetiva, alheia a qualquer juízo de valor ou opinião quanto à conduta a seguir), os quais nem sempre são fáceis de distinguir na prática. São múltiplas as áreas da vida onde a informação tem importância, com o progressivo aparecimento de profissões que se dedicam a prestá-la a sujeitos que dela necessitam, mas que não conseguem, por si próprios, obtê-la ou interpretá-la.

constituem deveres jurídicos, impostos pela lei e pelo sistema jurídico. Destarte, embora não se admita, como não se o deve fazer, deveres de informação gerais, pois cabe a cada sujeito no tráfego jurídico velar pelos seus interesses, estes deveres, além de expressamente previstos na lei, muitas das vezes, preenchem as demais condições agora gizadas[125]. Mas será de mobilizar esta norma ou será preferível optar pelo regime do art. 304º A do CVM? Existe essa possibilidade, contudo, o preceito do CC não se encontra pensado para o contexto de atuação do intermediário financeiro no mercado de valores mobiliários e aplicar-se-á, quando não exista norma especialmente aplicável, como o art. 304ºA do CVM.

Deste modo, optamos pela mobilização do regime desta norma, que, institui a disciplina, em específico, da responsabilidade civil do intermediário financeiro e se revela mais capaz de absorver, prever e pressupor todas as particularidades que a conduta do intermediário financeiro suscita nestas situações, sem prejuízo do recurso ao regime geral da responsabilidade civil do CC, para integração de lacunas do DVM, enquanto direito especial, sobretudo quando esta norma do CVM não responde a uma série de questões que no Direito Civil serão encontradas[126].

2.2. Da modalidade de responsabilidade, recortada pela ilicitude na violação de deveres de informação

A preterição de deveres de informação pelo intermediário financeiro, no contexto desenhado, em que este omite totalmente ou não presta a informação exigida de forma atual, clara, verdadeira, completa, clara e lícita[127], é suscetível de revestir um comportamento humano voluntário – ação ou omissão[128] – capaz de desencadear a

[125] Eva Sónia MOREIRA DA SILVA, *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 113 e ss..
[126] António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 42 e ss., 65 e ss., 76 e ss..
[127] Violando, assim, o sentido positivo e negativo dos deveres de informação, como nos são trazidos por ANA PRATA, *Notas sobre responsabilidade pré-contratual*, Livraria Almedina, 2002, pp. 65 e ss..
[128] I.e., um facto lesivo controlável pela vontade, uma conduta humana, ainda que não intencional ou não querida pelo sujeito: exclui-se, assim, a responsabilidade civil por comportamentos adotados durante o sono, tiques involuntários, constrangimentos. Assim, Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", *Boletim do Ministério da Justiça*, N.º 92, Janeiro de 1960, Ministério da Justiça, Lisboa, pp. 39-42. Como nós, Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., p. 199. Sobre o facto lesivo, a abranger a ação e a omissão, esta a responsabilizar o agente que tivesse o dever de adotar (certa) ação, cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 527 e ss.. Ainda Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 127 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 440-441.

afirmação de um dever de indemnizar e de, portanto, constituir o intermediário financeiro em responsabilidade civil.

A adoção dessa conduta pode ocorrer, fundamentalmente, em dois momentos, a distinguir, dada a sua repercussão na determinação da modalidade de responsabilidade civil e no regime jurídico aplicável: o momento que antecede a conclusão do contrato de intermediação financeira e o momento em que este é executado, execução esta que, tantas vezes, envolve a realização de atos jurídicos pelo intermediário financeiro, efetuada em nome do cliente, ao abrigo do negócio de cobertura – o contrato de intermediação financeira propriamente dito[129].

Destarte, esta pequena nota de diferenciação torna-se pertinente em face de uma perspetiva como a nossa, em que, sem prejuízo das demais distinções e do respeito pela posição doutrinária que defende a unificação da responsabilidade civil, propugnamos pela tradicional bifurcação da mesma em responsabilidade extracontratual e responsabilidade contratual[130] que, tradicional e genericamente, se identificam, respetivamente, com a violação de direitos absolutos e a preterição de direitos relativos (i.e., do não cumprimento de uma obrigação, constituída por força da lei ou de negócio jurídico, unilateral ou bilateral [131], ou inadimplemento da prestação)[132]**.** Esta nossa premissa assenta em inúmeros argumentos, dos quais um reside nas diferenças de regime entre as duas situações geradoras de responsabilidade previstas na lei, como a qualidade do infrator-responsável, o sujeito sobre quem recai o ónus da prova da culpa do agente, o prazo de prescrição do direito à indemnização, ou o regime por facto lesivo de terceiro,

---

[129] Vide Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "As Transacções de Conta Alheia no âmbito da intermediação financeira", in D*ireito dos Valores Mobiliários,* LEX, Lisboa, 1997, pp. 294 e ss..

[130] António MENEZES CORDEIRO, *Tratado De Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 291 e ss.: já presente na Lei das XII Tábuas, embora os seus postulados e bases fundamentais só mais tarde seja objeto de uma cuidada construção dogmática: apenas no *Corpus Iuris Civilis* se nota uma tendência para as unificar, algo não efetivamente logrado. Cfr. Giovanna VISINTINI, "Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale", in *Rassegna di diritto civile*, N.º4, 1983, Edizione Scientifiche Italiane, Napoli, pp. 1077 e ss..

[131] Cfr. Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 211 e ss., 239 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit. pp. 519-521; Franco FERRARI, *Atipicità dell' illecito civile*: *una comparazione,* Giuffré, Milão, 1992, pp. 16-19; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 13 e ss.. Razão porque, tantas vezes, se questiona a pertinência da designação "responsabilidade contratual", mas que adotaremos e manteremos na nossa exposição.

[132] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 182 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 166 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 65-69, 124-134. Normalmente, nesta distinção lança-se mão da paradigmática contraposição entre "direitos reais e direitos de crédito", direitos absolutos e direitos relativos, respetivamente. Vide infra, nota de rodapé, 154.

sem prejuízo das demais que possam ser notadas e que farão, também, supor a existência de diferentes modalidades de responsabilidade, não obstante a fluidez e a comunicação entre elas[133].

Mas a dualidade que defendemos conhece igualmente razões estruturais, funcionais e axiológicas, que os diversos dados legais refletem. Deste modo estruturalmente, a respeito da relação jurídica entre o credor e o devedor da indemnização, tem-se que, no âmbito da responsabilidade contratual, por força do vínculo pré-existente, específico, aquele que deu causa ao dano e que se constitui na obrigação de ressarcir é o devedor da prestação não realizada, assim identificável como responsável pelo dever de indemnizar. Ora, esta relação pré-existente e específica não

---

[133] Como Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 13 e ss.; Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil,* 3.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 1999, pp. 88-93; e Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 539 e ss., bem nos ensinam, o agente lesante, na responsabilidade contratual, é o devedor, que, tantas vezes, incumpre a obrigação a que se vinculou por força de um negócio jurídico onde interveio, exigindo-se que tenha a capacidade de exercício de direitos necessária para tal; na responsabilidade extracontratual, será um sujeito imputável, nos termos do arts. 488º e ss. do CC, i.e., um sujeito que tenha alguma capacidade de discernimento e de compreensão quanto às implicações do facto que pratica, ou seja, que façam prever a sua ocorrência e a produção do correspondente dano, cfr. Adriano VAZ SERRA, "Responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 85, Abril de 1959, Ministério da Justiça, Lisboa, pp. 118 e ss.. A culpa (arts.342º e ss. do CC) terá de ser provada pela vítima da lesão, já que lhe cabe a prova dos factos constitutivos do direito que reclama em juízo, apenas no âmbito da responsabilidade extracontratual, quando não haja lugar à aplicação de uma presunção de culpa do agente. Ora, o lesado encontra-se dispensado de lograr essa prova no âmbito da responsabilidade contratual, i.e., da violação de uma obrigação, já que, nos termos do art. 799º do CC, se presume a culpa do devedor. No que ao prazo de prescrição respeita, para a responsabilidade extracontratual, a lei determina o prazo de 3 anos, desde o momento que o lesado toma conhecimento do direito de reparação, que não poderá exceder 20 anos após a prática do facto lesivo (art. 498º do CC): esse prazo corresponde ao prazo de prescrição da responsabilidade contratual, sem prejuízo de eventuais prazos especiais de prescrição legalmente previstos, cfr. arts. 309º e ss. do CC.

Quando o facto é imputável a terceiro, cfr. arts. 500º e 800º do CC, para a responsabilidade extracontratual e contratual, respetivamente. Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 539 e ss.. O autor aponta ainda que a constituição do devedor em mora se rege por regras especiais, estabelecidas no art. 805º do CC, para a responsabilidade contratual, bem como o facto de a indemnização contratual, por mora do devedor no cumprimento de obrigações pecuniárias, pode abranger juros, o que não acontece no quadro da responsabilidade extracontratual. Também existirão diferenças na determinação do tribunal competente, em caso de ilícito extracontratual ou extracontratual e na lei aplicável.

Já no que concerne à prática do facto lesivo por vários agentes, a regra, no Direito Civil, diferentemente do Direito Comercial, a de que os sujeitos respondem na proporção devida pelo facto, na responsabilidade contratual; na responsabilidade extracontratual, os agentes respondem solidariamente, podendo o dever de indemnização ser exigido a qualquer um deles, ao contrário do que acontece no caso de responsabilidade conjunta, em que apenas pode ser exigido a cada um a sua proporção na produção do facto lesivo.

Cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 520-521; 748-765 e Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 664-678, relativamente à solidariedade e à conjunção, no quadro da solidariedade passiva do dever de indemnizar. Diferenças também presentes no direito italiano, vide Giovanna VISINTINI, "Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale", ob. cit., pp. 1081-1089; Franco FERRARI, *Atipicità dell' illecito civile*: *una comparazione,* ob. cit., pp. 19 e ss..

se verifica no plano extracontratual, onde os sujeitos são ainda juridicamente estranhos – "anonimato jurídico"[134]. E se, no âmbito contratual, é a falta de colaboração, necessária para o credor ter acesso à prestação devida, através da sua realização pelo devedor, que serve de fundamento à pretensão indemnizatória, no âmbito extracontratual, esta surge, grosso modo, pela não abstenção ou desrespeito de um direito absoluto (pela violação de um dever geral de abstenção ou respeito), pelo lesante[135].

Por seu turno, em termos funcionais, o patamar de distinção entre as duas modalidades é alcançado na circunstância de a responsabilidade extracontratual se encontrar ao serviço da tutela de bens jurídicos "beliscados" com certas condutas e a responsabilidade contratual permitir ao credor, por meio da indemnização, obter um substituto da prestação que lhe era devida pelo sujeito que, no exercício da sua autonomia privada, assumiu uma obrigação que incumpriu, ao preterir o comportamento devido e, por isso, aquela é um meio sucedâneo de satisfação do interesse do credor[136].

Embora não se queira enveredar por um axiologismo exagerado e apático, não podemos ignorá-lo, nem deixar de o referir, já que este se apresenta como o fundamento do instituto aqui em causa. Assim, também do ponto de vista fundacional podemos bifurcar a responsabilidade civil em duas modalidades: a aquiliana/extracontratual, a fundar-se na pessoa livre, que deve, por isso, ser responsável pelos seus atos; a responsabilidade obrigacional, em maior medida, na necessidade de preservar a riqueza, como afeta no âmbito do contrato ou, melhor, de sancionar e colocar sob a alçada do

---

[134] Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Ilicitude extracontratual (umas breves notas)", ob. cit., pp. 7 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 15 e ss..

[135] Cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, "Rudimentos de responsabilidade civil", ob. cit., pp. 349-351.

[136] Por isso, não falta quem defenda que o devedor responsável assume um dever secundário, o dever de indemnizar, transformado a partir do dever primário de prestação, numa modificação objetiva da relação jurídica contratual, como Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 371-372. De facto, o direito do credor altera-se, "modifica-se", mas este permanece, podendo ser sancionado pelo Direito de uma forma distinta, já que se altera um direito já existente e não surge qualquer direito *ex novo*. De igual modo, Paulo MOTA PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual* positivo, Vol. I, ob. cit., p. 872; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob, cit., pp. 115 e ss.; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 213-214; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 520 e ss., o que não acontece na responsabilidade aquilina. Discordando Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar,* Vol. I, ob. cit., pp. 296-300, 333-361.

ordenamento jurídico a confiança que preside à relação contratual e que se desvela na boa fé, princípio fundamental do nosso ordenamento jurídico[137].

2.2.1. "Concurso de responsabilidades"

No entanto, como referido, as clássicas modalidades de responsabilidade podem aproximar-se e um mesmo facto lesivo pode desencadear responsabilidade delitual e responsabilidade contratual, naquilo que se designa de "concurso aparente[138] de responsabilidades", que pode ocorrer aqui, nos termos de seguida expostos, e que, fruto da dualidade defendida, tem de ser solucionado[139].

Entre nós, a lei não prevê qualquer solução para esta problemática, cabendo à doutrina e à jurisprudência encontrá-la. Estas destacam a oscilação entre duas teorias: uma que defende o sistema do cúmulo de responsabilidades e outra a do não cúmulo. Explicitado o sistema do cúmulo[140], a posição dominante, inspirada na doutrina francesa

---

[137] Assim, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 15 e ss.; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 124-127; Mario BARCELLONA, "Strutture della responsabilità e "ingiustizia" del danno", in *Europa e Diritto Privato,* N.º2, 2000, Giuffré, Milão, pp. 410-411; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Contratos e Deveres de Proteção,* Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1989, pp. 9-18. Embora o seu fundamento acaba por residir também na liberdade humana, que se quer respeitar: por força das obrigações assumidas no exercício da autonomia privada, corolário inegável da dimensão ética e de liberdade do ser humano que o Direito pressupõe, quer-se "sancionar" e colocar as mesmas sob a alçada do Direito, tutelando, indiretamente, tal liberdade. Aliás, o princípio da pontualidade e o *pacta sunt servanda* são implicações dessa liberdade que, no âmbito do Direito Privado, assume tão premente relevo.

[138] Distinto do concurso real de modalidades de responsabilidade civil: um facto humano determina a ocorrência de danos, uns que se inserem no âmbito da modalidade de responsabilidade extracontratual, outros no da responsabilidade contratual, vide Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, "O concurso da responsabilidade civil contratual e da extracontratual", in *Ab uno ad omnes:75 anos da Coimbra Editora:1920-1995,* Coimbra Editora, Coimbra, 1998, pp. 555-565. O concurso aparente distingue-se do concurso real, porque, embora em ambos, se suscite a aplicação de mais do que uma norma, no primeiro aplica-se apenas uma norma, pois a das demais é precludida pela hierarquização entre normas; no segundo, há uma "efetiva aplicação cumulativa de diferentes normas", vide Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", *Revista da Ordem dos Advogados,* N.º1, 1982, Ordem dos Advogados, Lisboa, p. 39.

[139] Mafalda MIRANDA BARBOSA, "A reforma francesa da responsabilidade civil – breves considerações em sede extracontratual", in *Revista da Faculdade de Direito e Ciência Política,* N.º11, 2018, Grupo Lusófona, Porto, pp. 2-29; Miguel TEIXEIRA DE SOUSA, *O concurso de títulos de aquisição da prestação/Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões,* Almedina, Coimbra, 1988, pp. 137-138.

[140] Que permite ao lesado uma de três possibilidades: propugnar, numa única ação destinada ao seu ressarcimento, pela aplicação das normas que lhe sejam mais favoráveis, indiferentemente; fundamentar a sua pretensão indemnizatória na modalidade de responsabilidade civil que desejar; ou propor duas ações, cada um discutida com base em cada uma das modalidades de responsabilidade civil, vide João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 636-637.

e que se afasta da escola italiana[141], defende o sistema do não cúmulo e a aplicação do regime contratual, não por ser um regime especial em face da responsabilidade extracontratual, mas por força do princípio da consunção[142].

Destarte, diz ALMEIDA COSTA, o facto de a conduta do lesante se inserir no quadro de uma relação contratual, em que as partes já se "conhecem" em termos jurídicos, e derivar da preterição de deveres inseridos na relação contratual não preclude a existência de outro título de fundamentação da indemnização, alicerçado na responsabilidade extracontratual. Na realidade, será a circunstância de as partes terem, ao abrigo da sua autonomia privada, auto-regulado e auto-disciplinado as suas relações, com o programa normativo que estabeleceram, que justifica que seja este a regulá-las, a determinar as decorrências do não cumprimento do mesmo que devem ser desencadeadas e, assim, aplicar-se-á o regime da responsabilidade contratual, sem prejuízo de postulados e exigências de Justiça material ou interesses de ordem pública apontarem noutro sentido e de as partes fixarem uma outra solução[143].

Com efeito, estamos num domínio onde a liberdade contratual e a autonomia privada assumem grande expressão e devem ser privilegiadas tanto quanto possível, ganhando, deste modo, expressão o princípio da consunção enquanto preferência e prevalência do regime da responsabilidade contratual. O contrário poderá colocar em crise a própria distinção entre as diferentes modalidades de responsabilidade civil, na qual não deixamos de insistir[144], e contrariar a circunstância de a finalidade de punição do lesante ser meramente acessória e não principal: encontrando-se a finalidade

---

[141] Quanto à divergência nos vários ordenamentos jurídicos, vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 95-96 e Adriano VAZ SERRA, "Responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual", ob. cit., pp. 118 e ss.. Sobre a solução italiana, Giovanna VISINTINI, "Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale", ob. cit., pp. 1077-1078, 1089; Francesca GIARDINA, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale: significato attuale di una distinzione tradizionale*, Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza della Università di Pisa, Milão, 1993, pp. 161 e ss.; a discordar dela, Franco FERRARI, *Atipicità dell' illecito civile*: *una comparazione*, ob. cit., pp. 16-19.

[142] Sobre isto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 636-637; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, "O concurso da responsabilidade civil contratual e da extracontratual", ob. cit., pp. 555-565; Miguel TEIXEIRA DE SOUSA, *O concurso de títulos de aquisição da prestação/Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões*, ob. cit., pp. 141-159. Ainda Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 24 de Setembro de 2019, Processo N.º 9773/16.8T8LSB.L1-7; Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 27 de Setembro de 2012, Processo N.º 512/10.8TCFUN.L1-2.

[143] Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 546 e ss..

[144] Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 546 e ss., Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 24 de Outubro de 2019, Processo N.º 2069/13.9TCLRS.L1-6.

primordial – de reparação/compensação – plenamente realizada, parece não haver razões para se admitir também a aplicação do regime extracontratual, por este, *alegadamente*, oferecer uma proteção mais plena e uma indemnização mais avultada[145]. Além disso, o cumprimento da obrigação consente uma intervenção na esfera jurídica de outrem e, desde que esta se encontre nos limites permitidos pelo sistema jurídico, de tal modo que os deveres preteridos não fogem do quadro obrigacional, não haverá que mobilizar o regime da responsabilidade extracontratual[146].

Todavia, será sempre assim? Deverá, em caso de admissão de concurso de responsabilidades do intermediário financeiro, propugnar-se apenas pela mobilização do regime da responsabilidade contratual, afastando aquele que a responsabilidade extracontratual institui? Não haverá casos em que a aplicação do regime dessa modalidade se revela absolutamente frustrante ao ressarcimento do lesado, contrário ao fundamento jurídico deste instituto, aos princípios de ordem pública e demais princípios transpositivos que a ela presidem e que, por isso, determinarão o cúmulo? Nessas situações, parece que a prevalência do sistema do não cúmulo terá de ceder, por se deparar com imperativos e exigências morais, éticos e de Justiça que depõem nesse sentido, o que não deixa de ser uma solução pouco amiga da certeza e da segurança jurídicas[147].

---

[145] Sobre as finalidades da responsabilidade civil, cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., p. 288; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 542 e ss., 903 e ss.; Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Reparação por danos não patrimoniais: inconstitucionalidade da relevância da situação económica do lesado", ob. cit., pp. 189-219; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 618 e ss., como dão nota estes autores, a finalidade principal da responsabilidade civil é a reparação dos danos sofridos pelo lesado, embora, acessória e instrumentalmente, prossiga ainda finalidades punitivas, repressivas e punitivas, subordinadas àquela e nunca a título principal, dado que, entre nós, não se admite o ressarcimento dos danos punitivos, em que se fixa uma indemnização superior ao montante dos danos verificados, sempre que o agente atuar com dolo. Mas, alega Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 41 e ss., 53 e ss., 62 e ss., 400-402, para os danos não patrimoniais, dever-se-á, no quadro do art. 496º do CC, reconhecer a consecução de um fim punitivo-sancionatório a título principal, uma vez que a compensação do lesado visará igualmente a sua tranquilidade, conseguida na sensação de que o lesante, de algum modo, sofre pelo mal que produziu. António MENEZES CORDEIRO, Tratado de Direito Civil, Vol. VIII, ob. cit., pp. 416-422, defende idêntica posição.

[146] Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 546 e ss..

[147] Para Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 546 e ss.., não se pode admitir o concurso com base na ideia de que tal é mais favorável ao lesado, atenta a injustiça que tal acarretaria, nem se pode permitir a escolha ao lesado, uma vez que isso seria discordante da ideia de que estamos perante duas modalidades de responsabilidade.

Poderá, ainda, abrir-se outra porta à receção do sistema de cúmulo: se o relevo concedido à autonomia da vontade neste domínio é tão absoluto, não deveria também permitir o cúmulo/concurso de responsabilidade, em que se confira ao credor e, portanto, ao cliente-investidor, a faculdade de optar, de acordo com a sua vontade, por mobilizar os dois regime – contratual e extracontratual – numa mesma ação, em ações distintas ou, aliás, como é mais frequente e fará mais sentido, optar por aquele que pretende fazer valer, sem estar constrangido à aplicação apenas do regime contratual[148], na sua demanda pela indemnização, dirigida ao intermediário financeiro?[149]

2.2.1.1. Responsabilidade civil no âmbito da execução do contrato de intermediação financeira

A inobservância dos deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros, suscetível de desencadear responsabilidade, pode ser notada antes do firmar do contrato de intermediação financeira ou posteriormente, i.e., aquando da sua execução. Se o primeiro caso constituirá uma hipótese de responsabilidade pré-contratual e/ou, porventura, extracontratual, o segundo revestirá uma conduta determinativa capaz de suscitar um problema de "concurso de responsabilidades" contratual e extracontratual.

Assim, por ora, procuraremos aflorar a modalidade de responsabilidade civil do intermediário financeiro, no caso de preterição dos deveres de informação a que este se encontra adstrito na execução do contrato de intermediação financeira[150], recortando-a com

---

[148] Até porque as partes podem não ter querido excluir a aplicação da responsabilidade extracontratual, como dá conta Miguel TEIXEIRA DE SOUSA, *O concurso de títulos de aquisição da prestação/Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões,* ob. cit., pp. 141-159. Assim De CUPIS, apud Adriano VAZ SERRA, "Responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual", ob. cit., pp. 118 e ss..

[149] Inspirados em João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 636-637; Miguel TEIXEIRA DE SOUSA, *O concurso de títulos de aquisição da prestação/Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões,* ob. cit., pp. 141-159, defende esta solução – de concurso de fundamentos de pretensões indemnizatórias, não obstante as "desvantagens" que, reconhece, a mesma importa, como António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 398-399. Jaime de GOUVEIA confere, a título excecional, ao lesado a opção pelo regime, sem lhe possibilitar o cúmulo e apenas quando estão em causa valores de ordem pública; apud Adriano VAZ SERRA, "Responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual", ob. cit., pp. 226-239, que, como CUNHA GONÇALVES, reconhece sempre essa faculdade, a não ser que esses valores sejam colocados em causa pelo exercício de tal faculdade.

[150] Por uma questão de encadeamento, dado que nos referiremos à responsabilidade pré-contratual, a ter lugar antes da celebração do contrato de intermediação financeiro, por remissão para as considerações aqui tecidas.

base no pressuposto da ilicitude, contrariedade objetiva ao Direito da conduta do agente (antijuridicidade), i.e., como a violação de imperativos e comandos jurídicos, não coberta por uma causa de justificação ou de exclusão da ilicitude[151]. Tratar-se-á, assim, de uma visão objetiva da censura dirigida pelo Direito ao comportamento do agente[152], que mantém, enquanto pressuposto, a sua razão de ser, não obstante ser colocada em causa a sua utilidade, por sempre se identificar com a conduta lesiva e pela sua suposta perigosidade[153].

a) Da eventual responsabilidade civil extracontratual

O pressuposto da ilicitude ajuda-nos, portanto, a recortar a modalidade de responsabilidade civil em causa e delimitar se certo facto é ilícito e merece a tutela do Direito por meio do instituto da responsabilidade civil.

Afirmámos que a responsabilidade contratual emerge da preterição de uma obrigação, ou, somente olhando para o lado ativo, de um direito de crédito. Por seu turno, a responsabilidade extracontratual resulta da violação de direitos absolutos. No entanto, esta referência é meramente genérica e carece de melhor explicitação, já que, entre nós, o legislador acolhe, nos arts. 483º e ss. do CC, três modalidade de ilicitude extracontratual.

Deste modo, cabe, em primeiro lugar, verificar se a inobservância dos deveres de informação do intermediário financeiro, que assim causa danos ao seu cliente-investidor

---

[151] As causas de exclusão da ilicitude ou causas justificativas do facto retiram à lesão provocada pelo agente a sua ilicitude, "justificando-a", sem se reconduzirem linearmente ao "exercício de um direito ou ao cumprimento de um dever". São elas: a ação direta (art. 336º do CC); a legítima defesa (art. 337º do CC); o estado de necessidade (art. 339º do CC); e o consentimento do lesado (art. 340º do CC). Possivelmente, seria esta última que aqui teria um maior âmbito de aplicação, mas estas normas são imperativas e a sua aplicação não pode ser afastada por vontade dos sujeitos, pelo que será de proscrever a sua aplicação, sem prejuízo da aceitação de alteração da categoria de investidor, pedida por este. Sobre esta matéria, cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 552-562; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 218-226.

[152] Cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 443-445; Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", in *Boletim da Faculdade de Direito*, Suplemento XIV, 1966, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, Coimbra, p. 149.

Note-se que, em certos casos, a lei dispensa a verificação do requisito da ilicitude, afirmando a responsabilidade por factos lícitos, daquele que, em nome de um interesse "maior", como o interesse da coletividade, produz um dano na esfera jurídica de outrem, v.g., o ato de expropriação - a chamada "responsabilidade pelo sacrifício", que, concretamente, não deve ser denominada de responsabilidade, cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., p. 288; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "A Teoria Finalista e o Ilícito Civil", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Vol. 27, 1986, pp. 9-28

[153] Assim, Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 561 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 542 e ss..

constitui um ilícito extracontratual, e, portanto, uma hipótese de responsabilidade civil extracontratual.

Resulta dos dados legais que, no plano extracontratual, o requisito da ilicitude se dá como verificado se a conduta do agente for subsumível a uma modalidade de ilicitude prevista na lei: 1) violação de direito absolutos; 2) violação de disposições normativas de tutela de interesses alheios; e 3) exercício de um direito em termos que revestem abuso do direito (art. 334º do CC)[154].

Esta fórmula de ilicitude, inspirada pelo modelo do ordenamento jurídico germânico, com o qual, no entanto, não se identifica linearmente, afirma apenas a ilicitude em certas situações, ao contrário dos sistemas jurídicos que se aproximam do francês, onde se consagra uma cláusula geral de imputação. Tanto fornece, entre nós, ao aplicador do Direito, uma base legal segura de decisão, na aferição da ilicitude de certo comportamento[155], uma vez que, a não ser que a ilicitude extracontratual revista uma destas formas, o pressuposto da antijuridicidade não se dará como preenchido, ao mesmo tempo que impede a tutela de inúmeras situações que, na realidade, não a merecem[156].

---

[154] Ex vide art. 483º/1 do CC. Apenas a primeira modalidade de ilicitude se encontrava consagrada no art. 2361º do revogado Código de Seabra; com o diploma que regulou a responsabilidade civil dos médicos, passou a fazer-se apelo ao "dano injusto" do direito italiano e a ilicitude abrangia, então, também a lesão de um interesse juridicamente protegido, como a ofensa de uma norma de tutela de interesses de outrem.

Sobre a ilicitude, assim desenhada, cfr. os ensinamentos, que acompanhamos de perto, na nossa exposição, de Jorge SINDE MONTEIRO, "Responsabilidade delitual: da ilicitude", in Separata de *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 454 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp.530 e ss. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 333-334, 445-448; Mafalda MIRANDA BARBOSA, "A reforma francesa da responsabilidade civil – breves considerações em sede extracontratual", ob. cit., pp. 2-29; Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 70-74; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 227-237. No ordenamento jurídico alemão, a ilicitude conhece três modalidades: a violação dos bens jurídicos objeto de tutela legal, previsto no §823 I do BGB; a violação de uma norma destinada a proteger interesses alheios (§823 II do BGB); e a preterição dolosa dos bons costumes (§826 do BGB) – a chamada *Enumerationprinzip* da ilicitude. Dão igualmente conta da vantagem de a fórmula italiana (art. 2043º do Codice Civile) permitir o ressarcimento de inúmeras lesões, ainda que não correspondem à violação de direitos absolutos ou subjetivos, com a desvantagem de tal sistema aberto gerar indeterminação e criar uma espécie de "moralidade social" na delimitação da ilicitude; assim, Mario BARCELLONA, "Strutture della responsabilità e "ingiustizia" del danno", ob. cit., pp. 407-408, 410, 412 e ss., 420 e ss, 422, 440, 494-500.

[155] Sem conferir ao julgador uma margem discricionária na aferição da intensidade destes requisitos da responsabilidade civil, como Walter WILBURG, *Die Elementen des Schadensrechte*, Elwet, Marburg ad Lahn, 1941, pp. 26 e ss., 50 e ss., 283 e ss..

[156] Assim, Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 70 e ss.; Adelaide MENEZES LEITÃO, "A Responsabilidade Civil por violação de normas de protecção no âmbito do código de valores mobiliários", in *Responsabilidade Civil. Cinquenta anos em Portugal, Quinze anos no Brasil*, Vol. II, Instituto Jurídico, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, Abril de 2018, pp. 7-24,

i) Os danos do investidor como danos puramente patrimoniais

O não cumprimento dos deveres de informação do intermediário financeiro, neste contexto, não reveste a violação de qualquer direito absoluto do cliente, reconduzível à primeira modalidade. São direitos absolutos apenas os direitos subjetivos que, dotados de eficácia *absoluta*, se impõem *erga omnes*, i.e., a todos os membros da comunidade jurídica que não o seu titular, os quais o devem respeitar (dever geral de abstenção ou obrigação passiva universal de respeito), abstendo-se de os violar, por qualquer conduta adotada, v.g., direitos reais, direitos familiares de natureza patrimonial e direitos de personalidade ou até mesmo a posse[157]. Ora, as normas que consagram estes deveres de informação não correspondem a qualquer direito absoluto à informação do investidor, que realiza um negócio patrimonialmente prejudicial, por força da informação incorreta ou insuficientemente fornecida. Assim, o intermediário financeiro não viola qualquer direito subjetivo de natureza absoluta, do investidor, à informação corretamente prestada, nem um eventual direito a não realizar atos patrimonialmente danosos para o património, pois não

disponível em https://www.uc.pt/fduc/ij/publicacoes/pdfs/coloquios/RC_Vol2.pdf; Nuno PINTO OLIVEIRA, "Sobre o conceito da ilicitude do art. 483.º do Código Civil", in *Estudos em Homenagem a Francisco José Velozo*, Universidade do Minho, Braga, 2002, pp. 523-524, embora uma cláusula mais típica deixe por tutelar algumas situações; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 227 e ss..

[157] Assim Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 108-113; Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", ob. cit., p. 147. Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 46 e ss., João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp.530 e ss.: excluídos estarão direitos familiares de natureza pessoal, como os poderes-deveres que se inserem nas responsabilidades parentais. Cfr. Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 182 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 166 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 65-69, 124-134: os direitos absolutos, também chamados de direitos de soberania, são dotados de eficácia *erga omnes* e impõem-se a todos os membros a comunidade jurídica que não sejam titular dos mesmos, os quais se devem abster de desrespeitar (obrigação passiva universal ou dever geral de abstenção). Já os direitos relativos, dotados de eficácia *inter partes*, apenas vinculam e apenas se impõem a certos sujeitos, partes na relação jurídica.

Sobre a inserção dos direitos de personalidade na categoria de direitos absolutos, vide Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 46 e ss., 50-56, 94 e ss.. Como João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, pp. 172-182, postergamos a doutrina da eficácia externa das obrigações e não concedemos tutela delitual a direitos de crédito, de modo que terceiros seria constrangidos a respeitar esses direitos de crédito, que chegou a ser defendida pelo Supremo Tribunal de Justiça, para o pacto de preferência no quadro do Código de Seabra. Assim também, Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"...,* ob. cit., p. 37; Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 181-237.

existe qualquer direito absoluto sobre o património em geral ou *qua tale*[158], que abranja todas as situações jurídicas que o integram.

Deste modo, somos confrontados com a figura dos danos puramente patrimoniais (*reine Vermögensschaden*), uma "perda económica", emergente de um facto que não constitui a lesão de um direito absoluto ou bem absolutamente tutela do lesado[159] e que, em regra, não serão extracontratualmente tutelados, salvo se, excecionalmente, for possível o enquadramento do facto que produziu esse dano numa das outras modalidades de ilicitude. Se não forem, afasta-se essa possibilidade[160].

---

[158] Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 187-193, o que não significa que o património não receba uma tutela delitual, nos inúmeros direitos reais que abrange; assim também, Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 46 e ss..

[159] Como em Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 187-193: por vezes, são referidos como "dano sem torto" ou "damnum sine iure".

[160] Mafalda MIRANDA BARBOSA, Lições de Responsabilidade Civil, ob. cit., pp. 92, 426-427; Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 187-192; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 259-264, 273-274; Mafalda MIRANDA BARBOSA, "A reforma francesa da responsabilidade civil – breves considerações em sede extracontratual", ob. cit., pp. 2-29; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 196-214, a dar conta dos ensinamentos de VON BAR nesta matéria.

O problema do não ressarcimento dos danos puramente patrimoniais é uma temática atinente ao preenchimento da ilicitude, entre nós, mais ou menos "tipificado", numa inspiração nos *delicta* romanos. Daí que, em sistema de cláusulas geral de imputação como o francês, o mesmo não se coloque, vide, quanto a isto, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 214-217. Na *Common Law*, os danos puramente patrimoniais são definidos como lesões de natureza económica, não produzida na pessoa ou propriedade do lesado e aí conhecem uma configuração dinâmica e mutável, distinguindo da c*onsequential economic loss*, onde não há uma mera relação entre situações patrimoniais; quanto a isto, Vernon VALENTINE PARLMER, Mauro BUSSANI, *Pure Economic Loss New Horizons in Comparative Law*, Routledge-Cavendish, Londres - Nova Iorque, 2009, pp. 11-14.

Não e raro argumentar que a proibição do *neminem laedere* excessivo, que obsta, por princípio, à indemnização dos danos puramente patrimoniais reside na circunstância de estes danos corresponderem à lesão de bens jurídicos a que o ordenamento jurídico confere "menor valor", dado que não lhes associa a violação de qualquer direito absoluto por quem o sofre; direito esse que não existe. De facto, são danos de natureza patrimonial, em que são "feridos" bens jurídicos patrimoniais, pelo que parecem reclamar uma tutela menos premente e menos intensa pelo ordenamento jurídico. Se assim não fosse, diz quem opta por tal perspetiva, a lei ter-lhes-ia feito corresponder um direito absoluto, como para os bens jurídicos pessoais. Todavia, alerta Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 170 e ss., 179 e ss., 196 e ss., tal esquece que, no leque de direitos absolutos contemplados pela lei, cabem, não só direitos de personalidade, como direitos reais, estes bens jurídicos patrimoniais, com igual "valor jurídico". E não se diga que tanto resulta da ligação da propriedade e sua tutela à pessoalidade, enquanto "maior fonte de riqueza", atenta a emergência da riqueza mobiliária. Assim também, Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 181-237, que não defende a prevalência do argumento, relativo à "notoriedade social" dos bens jurídicos.

Não se propugne também pela justificação da não indemnização no balanço "custo-benefício" social, a implicar que só se devem ressarcir os danos patrimoniais a, sócio-economicamente, nesta ponderação, reclamarem uma indemnização, numa lógica de "eficácia e oportunidade", numa visão económica e instrumentalizadora do Direito, que subverte o seu fundamento axiológico; vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit.,

Consequentemente, há que aferir se, nas situações em que não é prestada informação ou é prestada uma informação falsa ou insuficiente, devida pelo intermediário financeiro, e tal redunda num dano sofrido pelo investidor, caberá a indemnização desses prejuízos ao abrigo da segunda modalidade de ilicitude, que permitirá, então, ressarcir este

---

pp. 221 e ss.. Na verdade, o obstáculo a uma indemnização por estes danos liga-se à circunstância de poder habilitar o lesado a uma indemnização de montante excessivamente avultado, de permitir o ressarcimento de "danos em cascata" num clima de tão grande concorrência e interdependência económicas, quando a culpa do agente é, quanto a esse dano, diminuta, mal se vislumbra, e, portanto, responsabilizar-se-ia, em muitos casos, o agente por factos de que a sua conduta se encontra distante em termos factuais, negando a sua liberdade e pessoalidade, fundamentos da responsabilidade civil; como Vernon VALENTINE PARLMER, Mauro BUSSANI, *Pure Economic Loss New Horizons in Comparative Law*, ob. cit., pp. 20 e ss., Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 181-237; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 36 e ss..

De facto, como nos traz Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 182-196., a não ressarcibilidade destes danos encontra no fundamento da responsabilidade civil. O Direito, enquanto "validade", que se pretende afirmar e se afirma no caso concreto, como realização da Justiça, exige que se conceba o ser humano como um sujeito, não como um mero objeto, e que lhe seja conferida a dignidade ética própria de um sujeito inserido numa comunidade, cujos membros "interagem" entre si, para a qual participa e que também o constitui, onde vive em autonomia e liberdade. O Homem é pessoa na relação com os outros, e, porque dotado de liberdade e autonomia, com e perante estes será responsável, de tal modo que a responsabilidade é o "reverso" dessa liberdade e se assume como um princípio "normativo supra-positivo". Com efeito, a pessoalidade tem de conviver com a liberdade que "a autonomia de exercício de posições jurídicas subjetivas implica" e as restrições/proibições à prática de certa conduta. De facto, como ensina Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 227 e ss..; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 170 e ss., 179 e ss., 196 e ss., a responsabilidade civil, com a configuração atual que conhece, brota das coordenadas iluministas, na medida em que o seu fundamento reside na liberdade da pessoa – uma liberdade negativa -, pois esta pode agir somente confinada à sua esfera e margem de ação, limitada na vivência com os demais, de forma que, se invadir a esfera destes, causando-lhes danos, incorrerá em responsabilidade civil. Todavia, a liberdade compreende ainda uma vertente positiva, que impõe o cumprimento e a observância de deveres de respeito e cuidado para com o outro, respondendo pelos prejuízos causados, ao não empregar o cuidado que, na relação com o outro, se impunha. Assim, a responsabilidade civil é uma limitação da liberdade humana, que só terá lugar em certas situações, deste modo reduzindo-se essa limitação ao mínimo necessário, algo conseguido através da necessidade de afirmação dos pressupostos de funcionamento deste instituto, sem uma "responsabilidade a*d infinitum"*. Com efeito, não se pode indemnizar qualquer dano: seria edificar um travão ao tráfego, ao desenvolvimento tecnológico e industria e à Economia, a que o Direito não será alheio, sobretudo porque uma responsabilidade demasiado "abrangente, excessiva ou desmesurada" se mostra capaz de obstar à Justiça material que este quer realizar e, portanto, à "operância e justeza" do instituto da responsabilidade civil, o qual seria desvirtuado, já que, sabemos, a afirmação de um dever de indemnizar nestes termos não é a regra na ordem jurídica, preço da vida em sociedade. Tudo isto denota que exigências atinentes à segurança jurídica e que devem pautar a vida humana no tráfego jurídico impedem a regra do ressarcimento destes danos, que traria um aumento de pretensões indemnizatórias submetidas a apreciação dos tribunais, cujo funcionamento seria prejudicado, naturalmente com o inerente custo que tanto implica, com prejuízo para a realização da Justiça querida, vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Danos – Uma leitura Personalista da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 45 e ss.. Também Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 187 e ss..

tipo de danos, os quais, por princípio, não ressarcíveis no âmbito da responsabilidade extracontratual[161].

ii) O recurso às normas legais de proteção – da segunda modalidade de ilicitude

Aqui chegados, cumpre desenhar e delimitar a segunda modalidade de ilicitude, enquanto violação de normas de proteção de interesses alheios, para verificar se poderemos ou não concluir pelo seu preenchimento e, eventualmente, defender a responsabilidade aquiliana do intermediário financeiro por essa via, na medida em que (só) assim se admitirá a indemnização dos danos sofridos pelo cliente, no plano extracontratual[162].

Destarte, pode ser considerada disposição legal de proteção de interesses alheios[163] qualquer norma de qualquer ramo jurídico, mesmo que não se trate de lei em sentido formal (como um regulamento administrativo), que, emanada por um órgão com competência e legitimidade para tal, corporiza um comando normativo que proíbe ou

---

[161] Quanto a isto, Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 36 e ss.. Embora o sejam, em regra, na responsabilidade contratual.

[162] Aqui reside, pois, a grande relevância desta modalidade de ilicitude: não se constatando a violação de qualquer direito absoluto ou de exercício abusivo de um direito, esta permite o ressarcimento de danos que não seriam ressarcidos de outra forma, embora nem sempre proteja bens jurídicos que ainda não eram objeto de tutela pelo ordenamento jurídico, ainda que não uma tutela ressarcitória, alargando, então, o leque de bens e interesses jurídicos objeto de tutela extracontratual, que não tinha lugar ao abrigo da primeira modalidade de ilicitude. Sobre isto, cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 237-247, 246 e ss., terá um relevo circunscrito sobretudo à indemnização por danos puramente patrimoniais, diminuído, em face do reconhecimento de um direito ou tutela geral de personalidade. Aqui, a responsabilidade resulta da conjugação entre a norma legal de proteção de interesses alheios e o art. 483º e ss. do CC.

Sobre o abuso do direito, vide João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp.544-548. Entre nós, não se exige dolo, pois, ao contrário do direito alemão, para haver abuso do direito; aí exige-se a violação dolosa dos bons costumes, vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 93 e ss.. Ainda Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 298 e ss., 323 e ss., 332 e ss.: não existia semelhante previsão no Código de Seabra. Previsto no art. 334º do CC, pode revestir uma violação dos postulados da boa fé no seu sentido objetivo (enquanto norma de conduta), dos bons costumes (materialização dos valores ético-morais fundamentais de uma comunidade) ou do fim económico-social do Direito. Pode fundamentar a pretensão indemnizatória de um sujeito, apenas excecionalmente. No entanto, não existe aqui qualquer direito subjetivo que possa ser exercido em termos abusivos, enquanto poder de exigir de outrem certo comportamento: apenas existe, eventualmente, como dá nota Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 51 e ss., uma "liberdade genérica de agir".

[163] Referimo-nos ao interesse juridicamente protegido, enquanto relação ou conexão entre o seu titular e o bem em causa, que o torna apto à satisfação da necessidade ou escopo volitivo daquele, que recebe tutela jurídica, cfr. Diogo FREITAS DO AMARAL, *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, 4.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 37 e ss.; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 226 e ss., 481 e ss..

impõe a adoção de certa conduta ou procedimento[164], como forma de prosseguir, a título principal, intencional, "direito e imediato"[165] (ainda que concomitantemente[166]), e não como mero efeito reflexivo, a tutela e a proteção dos interesses de uma coletividade de particulares, com certas qualidades, que não se confundem com a coletividade em geral, dado que a tutela visada não é a sua enquanto meros cidadãos, mas como membros de certa coletividade. Essa tutela será, então, um dos fins da norma, uma vez interpretada de acordo com os bens e o ilícito sancionados, bem como com a coletividade de sujeitos que tutela e protege da concretização dos riscos e perigos que pressupõe e quer evitar[167].

Portanto, daí se extrai, que esta segunda modalidade se verifica quando o dano experimentado ocorre por força da conduta imposta ou proibida pela norma; o lesado é um dos sujeitos abrangidos pelo âmbito de proteção da norma; e esse dano corresponde

---

[164] Podendo ainda consagrar deveres no tráfego. Quanto a isto, cfr. Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", in *Revista de Direito Civil,* Ano 2, N.º4, 2017, Almedina, Coimbra, pp. 998-1002, cuja consagração tem lugar em normas de perigo, abstrato e concreto, distinção com relevância para efeitos de responsabilidade penal, de que o dano não é pressuposto, censurando a conduta de quem faz perigar situações jurídicas, ao "criar ou manter uma fonte de perigo" e não agir em conformidade para evitar a sua concretização, como alerta Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 79 e ss.. Sobre os deveres no tráfego, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 571-574, 587-589; Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, Coimbra, 2004, pp. 11 e ss., 127 e ss., 199 e ss., 251-260, 431 e ss, 480 e ss., 519 e ss., 583 e ss., 765 e ss.. Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via" no Direito da Responsabilidade Civil/O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores*, ob. cit., pp. 79-81; Rui ATAÍDE, *Responsabilidade por Violação de Deveres no Tráfego,* Almedina, Coimbra, 2019, pp. 24-27, os deveres no tráfego visam, assim, regular as relações interpessoais, pretendendo a correta e normal ordenação de bens jurídicos, segundo o Direito, ao impor designado cuidado na relação com o outro; Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos,* 1.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 176 e ss., 192 e ss., 227 e ss.; Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 309-330: a responsabilidade por preterição de deveres no tráfego encontra relacionada com a responsabilidade pela omissão.

[165] Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Ilicitude extracontratual (umas breves notas)", ob. cit., pp. 11 e ss..

[166] Adelaide MENEZES LEITÃO, "A Responsabilidade Civil por violação de normas de protecção no âmbito do código de valores mobiliários", ob. cit., pp. 7-24: para quem, em caso de dúvida, quanto à circunstância de saber se a norma só tutela o interesse coletivo ou geral, deve considerar-se ou presumir-se que sim; e Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Ilicitude extracontratual (umas breves notas)", ob. cit., pp. 11 e ss.; também assim, Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado,* Vol. I, 2,ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora Limitada, Coimbra, 1979, p. 330.

[167] Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações e Informações*, ob. cit., pp. 237-260. Assim também, Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 72-74, para quem se integram aqui as normas de Direito Penal que tutelam "interesses individuais", João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp.530 e ss..

aos perigos e riscos que a mesma queria impedir, verificando-se no círculo de interesses da coletividade que a norma tutela[168].

Assim, torna-se premente saber se as normas que exigem o cumprimento destes deveres de informação, constituindo estes deveres de conduta, e que são preteridas pelo intermediário financeiro, se enquadram nas normas de proteção aqui referidas.

Ora, as normas que consagram os deveres de informação tratam-se, efetivamente, de comandos normativos, legislativos ou regulamentares, destinados a condicionar e a impor ao intermediário financeiro a adoção de certa conduta – a prestação de informação completa, atual, verdadeira, lícita, clara e objetiva, que abranja todos os elementos legalmente exigidos e que o investidor-cliente enquanto membro da coletividade de investimento necessita de conhecer para tomar boas decisões de investimento. Estas normas procuram evitar a conclusão de negócios prejudiciais e a ocorrência de danos, i.e., que o cliente-investidor tenha de suportar a repercussão negativa de condutas danosas, que colhem vantagens da sua maior inexperiência e desconhecimento, e, assim, "fazer frente" ao desequilíbrio que, naturalmente, sempre existirá no mercado onde a aleatoriedade é maior, pois há riscos próprios a ele inerentes e que não se conseguem eliminar, mas que podem ser minorados.

---

[168] Quanto a isto, cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações e Informações*, ob. cit., pp. 237-260. Assim também, Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 562 e ss.; Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 72-74, para quem se integram aqui as normas de Direito Penal que tutelam "interesses individuais; Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", ob. cit., pp. 1002-1003, serão, respetivamente, os âmbitos de tutela pessoal, modal e material da norma.

Sobre as implicações da segunda modalidade atinente à prova a lograr pelo lesado, mormente em matéria de culpa, cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações e Informações*, ob. cit., pp. 237-267; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 259-263, 667-682, Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob, cit., pp. 75 e ss., para quem a culpa é apreciada relativamente à violação da norma e não à verificação do dano, norma essa que, ao prescrever certa conduta, impõe a observância de um "cuidado externo", sem prejuízo de um "cuidado interno", que SINDE MONTEIRO reconduz à culpa e aquele ao dever legal de conduta a adotar pelo sujeito, defendendo na segunda modalidade da ilicitude a inversão do ónus da prova da culpa, algo não forma consensual. Para este insigne civilista, na primeira modalidade de ilicitude, cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 237-244, como Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit.; a culpa é apreciada relativamente ao dano, exceto nos delitos de perigo abstrato, desde que se possa afirmar o nexo de causalidade, não obstante a maior oneração da responsabilidade do agente, a que o legislador não foi alheio e, aliás, quis. Ainda Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 203 e ss., 227 e ss..

Cumprirá, então, aferir se estas normas visam, de forma intencional/principal, não meramente reflexiva, a proteção e a tutela dos indivíduos que formam a coletividade que constitui o círculo de tutela destas normas. Para tal, procede-se à determinação do fim da norma, algo que encerra problemas, ou, pelo menos, complexidades e especificidades. Nessa tarefa, desprendemo-nos de uma perspetiva centrada apenas na teleologia do preceito a interpretar ou corremos o risco de dar cobro e argumentar por conclusões pouco razoáveis. Regem-nos, de facto, algumas cautelas na atribuição do direito de indemnização, não obstante a intenção de completude e alargamento subjacente a esta modalidade de ilicitude, uma vez que esta não se pode traduzir numa tutela desmesuradamente extensa e que o ordenamento jurídico efetivamente não queira, designadamente por o Direito não proteger o bem ou interesse juridicamente relevante através de outro instituto ou figura. Então, não basta que um dos fins intencionais das normas que consagram estes deveres de informação seja a tutela dos investidores: impõe-se aferir se o ordenamento jurídico se compadece com a tutela por via deste instituto e, consequentemente, com a concessão de um direito à indemnização, sob pena de sermos impelidos a abandonar qualquer possibilidade de ressarcimento[169]. Não é o aqui sucede, todavia, por força do art. 304ºA, n.º 1 do CVM, que, não só aceita, como refere e reforça expressamente, a responsabilidade civil do intermediário financeiro pela violação danosa de deveres de conduta a que se encontra vinculado, como os deveres de informação, devendo esta norma ser articulada com o demais, agora exposta, para se conferir o direito à indemnização ao cliente-investidor.

Claro se torna, então, que a afirmação de uma eventual responsabilidade do intermediário financeiro depende da admissão, como fim principal das normas que consagram estes deveres de informação, da proteção dos investidores: algo por que propugnamos, pois o diferente entendimento não seria compatível com a natureza imperativa dos mesmos, que não admite a sua limitação ou exclusão pelas partes e que essa eficiência tantas vezes poderia postular, já que o cumprimento destes deveres de informação importa inúmeros custos para os sujeitos e para o próprio mercado, e não justificaria que, à

[169] Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., p.85. Assim, Luís Manuel Teles de MENEZES LEITÃO, "Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros", ob. cit., pp. 144 e ss., 147 e ss..

semelhança da Lei do Consumidor, se mande atender ao perfil em concreto do cliente-investidor, por modo a assegurar a sua tutela[170].

Portanto, por nós, ainda que qualquer constatação em abstrato careça da sua comprovação e adequação no caso concreto, pois nem sempre qualquer norma que consagra um dever de informação a cargo do intermediário financeiro visa, a título principal, a tutela dos investidores, mas apenas reflexivamente, sendo de afastar a sua classificação como norma de proteção[171]. No entanto, parece ser de admitir que a violação destes deveres de informação, previstos nas respetivas normas, e o seu não cumprimento nos termos legalmente previstos, possa desencadear a responsabilidade extracontratual do intermediário financeiro, na sua segunda modalidade, tanto no momento anterior à conclusão do contrato de intermediação financeira, como no âmbito da execução do contrato de intermediação financeira, valendo para ambos os casos estas considerações, com o investidor abrangido no círculo de destinatários da proteção (principal) das normas que consagram estes deveres. Destarte, como o dano tem ainda que se verificar no "círculo de bens e interesses privados que a norma visa tutelar"[172], ou seja, o prejuízo sofrido pelo cliente-investidor tem que constituir a concretização dos riscos e perigos que a norma quer evitar, enquadrando-se nesse tipo de riscos e perigos[173], admitiremos a subsunção da conduta do intermediário financeiro a esta modalidade porque, para nós, o prejuízo sofrido com a celebração do negócio constitui uma das espécies de perigos e riscos, cuja concretização a norma pretende evitar, ao ambicionar que o cliente-investidor disponha de todos os elementos para uma decisão

---

[170] Em sentido inverso, parece ser Eduardo PAZ FERREIRA, "A informação no mercado de valores mobiliários", ob. cit., pp. 137-160.

[171] Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, "A responsabilidade dos intermediários financeiros por informações deficitárias ou falta de adequação dos instrumentos financeiros", in Revista de direito comercial, 2018, pp. 1225 e ss., disponível em https://static1.squarespace.com/static/58596f8a29687fe710cf45cd/t/5bc057fd0d9297c32f03409a/1539332094497/2018-25.pdf. Assim também Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, "A responsabilidade civil por prospecto no direito dos valores mobiliários: o bem jurídico protegido", Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, Janeiro de 2014, pp. 132 e ss., 237 e ss., 503 e ss.. Nota Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Normas de imputação e normas de proteção no regime da responsabilidade civil extracontratual pela informação nos mercados de valores mobiliários", in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 8, Vol. 16, Outubro de 2016, Almedina, Coimbra, pp. 15-31: que o art. 7º do CVM não é uma norma de proteção, apenas o será eventualmente a norma que estabelece certo dever, a cumprir nos termos do art. 7º do CVM.

[172] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 539 e ss..

[173] Quanto a esta alerta, Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações e Informações*, ob. cit., pp. 237-260: a concessão da indemnização tem ainda de se articular com o sistema geral de responsabilidade vigente, referindo que, para CANARIS, em caso de dúvida, só será assim considera a norma de Direito Penal e que será muito mais fácil admitir a indemnizar de danos que sejam a "concretização ou complemento da primeira modalidade" do que aqueles que não sejam abarcados nela.

racional e esclarecida, com consideração de todos os elementos que evitem que realize investimentos desastrosos ou danosos.

b) Da responsabilidade contratual do intermediário financeiro na execução do contrato de intermediação financeira – a relação obrigacional complexa e as modalidades de inadimplemento

Nos termos do art. 798º do CC, o devedor que, por culpa sua, deixe de cumprir a prestação a que se encontrava obrigado, responde pelos danos que dessa conduta ilícita e culposa resultarem. Posto isto, não podemos proscrever, sem mais, a afirmação de uma eventual responsabilidade contratual do intermediário financeiro, por preterição do correto cumprimento dos deveres de informação, de que se assume como devedor no âmbito da execução do contrato de intermediação financeira.

Destarte, no quadro da responsabilidade contratual, a ilicitude afere-se pelo não cumprimento da prestação a que o devedor-intermediário financeiro, estava adstrito por força da celebração do contrato (de intermediação financeira), nos termos deste e da lei. Consiste na dissonância entre essa conduta devida, pelo intermediário financeiro (ou, genericamente, pelo devedor), e aquela que ele efetivamente adotou, i.e., a não execução da prestação, que não apenas a principal[174], mas também prestações de secundárias ou deveres acessórios de conduta. Em suma, a ilicitude contratual desvela-se no não cumprimento de uma obrigação, na medida em que tenha lugar a inobservância desses deveres de prestação ou laterais de conduta, a cuja realização o devedor se encontrava adstrito e que compõem a relação obrigacional complexa existente, sem a verificação de uma causa de extinção da obrigação ou de exoneração do cumprimento da mesma[175].

---

[174] Vide Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 65-85, 149-153, em concreto, o comportamento que se impõe ao devedor adotar e praticar, uma ação ou uma omissão, embora a primeira seja o correspondente, na maior parte das vezes, às prestações; respetivamente, prestações de *facere* e prestações de *non facere*, Também João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 61 e ss., 64-68, 101 e ss., 119-120; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 10-12, 17-19; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 186-189: os deveres secundários de prestação e acessórios de conduta podem destinar-se a garantir o correto cumprimento da prestação primária ou podem impor o dever de realizar uma outra prestação.

[175] Quanto a isto, cfr. ainda João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, 7.ªEdição, Almedina, Coimbra, pp. 7-14, 60 e ss.94 e ss., 121 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito*

Normalmente, os deveres de informação do intermediário financeiro, são, no âmbito do respetivo contrato, deveres de prestação secundária ou deveres acessórios de conduta, com exceção, p.e., dos contratos de consultoria para investimento, onde se assumem como deveres primários.

Deste modo, em regra, apesar de, na execução do contrato de intermediação financeira, o dever de prestação principal a que o intermediário financeiro se vinculou ser cumprido[176], ao oferecer a atividade ou o serviço de intermediação financeira para que foi contratado, o não cumprimento (correto) dos deveres de informação consiste na preterição de um autêntico dever de prestação secundária ou acessório de conduta[177]. Será essa preterição fundamento de responsabilidade civil obrigacional do intermediário financeiro, cumpridos os demais pressupostos? Vejamos.

Com a celebração de um contrato, surge uma relação obrigacional (obrigação), relação ou vínculo jurídico que compreende o poder de o credor exigir judicialmente a realização da prestação a que o devedor se torna adstrito, por força da constituição desse vínculo aquando da celebração do negócio, e faz emergir, na sua esfera jurídica, a situação jurídica passiva, correspetiva do direito de crédito do credor, i.e., o dever de realizar a prestação, como é devida[178]. De igual modo, o contrato de intermediação financeira constitui o intermediário financeiro no dever de exercer a atividade ou prestar o serviço de intermediação financeira para que foi contratado. No entanto, este dever é meramente o dever primário de prestação ou dever de prestação principal, no qual a relação obrigacional não se esgota, uma vez que não se cinge ao mero dever de prestar essa atividade e ao direito

---

Civil, Vol. IX, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, Março de 2019, pp. 217-224; João BAPTISTA MACHADO, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", in *Boletim da Faculdade de Direito*, N.º Especial, Vol. II, "Estudos em homenagem ao Prof. Doutor J.J. Teixeira Ribeiro, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1979, pp. 344-349. Os autores definem o cumprimento como a execução voluntária da obrigação a que o devedor se encontra adstrito, por ele e não por qualquer terceiro que, eventualmente, a possa realizar (art. 762º do CC), sem incluir a realização coativa da mesma.

[176] Ou melhor, é cumprido, mas não nos termos em que a lei e o contrato o exigem, como de resto se verá.

[177] Margarida AZEVEDO ALMEIDA, "A responsabilidade civil de intermediários financeiros por informação deficitária e falta de adequação dos instrumentos financeiros", in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários/I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 420-422.

[178] Trata-se de um dever jurídico, de tal modo que, Manuel de ANDRADE, *Teoria geral das obrigações*, I, Livraria Almedina, Coimbra, pp. 21-31, de tal modo que, se o devedor não cumprir, como o seu património é a garantia geral da obrigação, pode o credor reagir judicialmente, para, eventualmente, accionar essa garantia, executando (penhorando e vendendo) os bens que integram esse património, e assim obter a sua prestação ou um sucedâneo da mesma. A nota deste "poder de agressão do património do devedor" não integra o conceito de obrigação, mas é ela que lhe confere juridicidade e, portanto, "efeito prático".

a ela enquanto prestação, mas envolve todo um conjunto de vínculo e deveres, articulados num processo, para a conveniente e correta realização da prestação principal e satisfação do interesse do credor, v.g., deveres secundários e deveres de conduta, como os deveres de informação que recaem sobre o intermediário financeiro, os quais prosseguem o adequado cumprimento da prestação, assegurando e acautelando a situação jurídica dos investidores enquanto sujeitos contratuais, titulares do direito de crédito à prestação devida[179].

Consequentemente, nestes termos, a inobservância destes deveres de informação, resultantes da boa fé e por ela impostos, cuja consagração legal era dispensável, obsta à realização conveniente do fim do contrato de intermediação financeira, uma vez que o fornecimento de informação incorreta ou insuficiente, pelo intermediário financeiro, é suscetível de impedir o cliente-investidor de tomar as melhores decisões de investimento para si e de prejudicar a satisfação do seu interesse enquanto credor, levando-o a tomar decisões desastrosas. Assim, a preterição de tais deveres constitui, pelo menos, um caso de cumprimento defeituoso ou violação positiva do contrato de intermediação financeira, fundamento da responsabilidade obrigacional do devedor, logo, do intermediário financeiro, uma das formas de ilicitude contratual, pois uma modalidade de não cumprimento da prestação.

O não cumprimento defeituoso do contrato ou da prestação principal verifica-se quando o devedor a realiza, mas não nas quantidades ou com as qualidades exigidas, i.e., de forma não exata ou viciada ("violação positiva do contrato"[180]). Assim, o intermediário

---

[179]Sobre a noção de relação obrigacional e a sua conceção complexa, acompanhamos os ensinamentos de Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 408 e ss.; Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Contrato de Agência e Relação Obrigacional Complexa", in *Actas do Colóquio Distribuição Comercial aos 30 Anos da Lei do Contrato de Agência*, Instituto Jurídico, Coimbra, 2016, pp. 125-223; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 61 e ss., 119-120; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 65-85, 149-153.

Nuno PINTO Oliveira, *Princípios de Direito dos Contratos*, ob. cit., pp. 49 e ss., baseado no critério da originalidade dos deveres contratuais, "bifurca-os" em deveres primários e secundários de prestação, que se enquadram nos deveres acessórios de conduta. Para Nuno PINTO OLVEIRA, "Os deveres acessórios 50 anos depois", in *Revista de Direito Civil*, Ano II, 2017, 2, Almedina, Coimbra, pp. 240-256, os deveres acessórios consistem em deveres e regras de conduta, impostos pela boa fé, em vista da realização do fim contratual. O autor distingue, nos deveres acessórios, "os deveres de fomento ou de promoção do fim do contrato e os deveres de proteção": aqueles aspiram a conveniente realização do programa obrigacional, estes a defesa da pessoa e do património dos sujeitos envolvidos contra ataques intromissivos e danos, existindo, antes e independentemente da celebração de um negócio válido e eficaz.

[180] Designação de Hermann Staub, cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, ob. cit., pp. 63-65; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 409 e ss., 420-423. Ainda Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 1058-1063; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 299-313, 327-329, 336; ; João Baptista

financeiro, ao não cumprir os deveres de informação a que estava vinculado, incorrerá em responsabilidade contratual, por não cumprimento da prestação debitória a que estava vinculado ou adstrito, na qualidade devida, com o consequente prejuízo que tal representa para a realização do fim contratual, i.e., para a satisfação do interesse do credor, cliente-investidor. São, pois, violados deveres secundários de prestação ou deveres acessórios de conduta e a prestação principal não será realizada nas melhores e nas devidas condições, sem, claro, precludir os casos em que a preterição dessa informação reveste a inobservância de um dever de prestação principal, também fundamento de responsabilidade contratual, para os quais valerão as considerações tecidas em relação à prestação da informação como dever secundário de prestação ou dever acessório de conduta[181].

Afirmámos que a inobservância destes dois tipos de deveres se reconduz ao cumprimento defeituoso do contrato, ou, melhor, do dever de prestação principal. Mas, o não cumprimento dos deveres de informação pode assumir uma das várias modalidades de inadimplemento previstas e admitidas pela lei: o intermediário financeiro pode não fornecer informação correta ou suficiente; pode não fornecer qualquer informação; ou pode prestá-la fora do prazo, de modo que, se o tivesse feito atempadamente, teria obstado ao dano sofrido pelo investidor. Destarte, quanto a estes deveres, pode constatar-se que o intermediário financeiro incorre em cumprimento defeituoso, em incumprimento definitivo ou em mora[182]. Já nos referimos ao primeiro, portanto cumpre apenas esclarecer que o não cumprimento definitivo, tratado como impossibilidade, ocorre quando, não sendo a prestação conveniente

---

Machado, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", ob. cit., pp. 386-392: é uma modalidade de não cumprimento não expressamente prevista na lei, resulta de uma construção doutrinal, assente em dados legais, regulada pelas normas que lhe possam ser aplicadas, com as devidas e necessárias adaptações.

[181] Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp.200-206; e Pedro ÁVILA, *Sobre as consequências da violação do dever de informação do intermediário financeiro no âmbito de um contrato de gestão de carteira*, ob. cit., p. 40; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 36-39, 68.

[182] Cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, ob. cit., pp. 63-65, 66 e ss., 91 e ss., no que respeita à classificação de não cumprimento da prestação quanto aos efeitos: impossibilidade de cumprimento ou, num sentido mais lato, falta de cumprimento, onde abrange o não cumprimento definitivo – este a incluir a declaração antecipada de não cumprimento; o cumprimento defeituoso; o não cumprimento parcial e a mora. Quanto às noções de cada modalidade, vide Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 1033 e ss.. Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 21-25, ao invés, distingue entre inexecução em sentido estrito e impossibilidade de execução, a primeira quando o não cumprimento é imputável ao devedor. Quanto ao valor da declaração antecipada de não cumprimento, atente-se em António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 254-266, que refere a necessidade de ser "séria, honesta, precisa e definitiva" para ser incluída no incumprimento definitivo. Por seu turno, João Baptista Machado, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", ob, cit., pp. 344-347 subdivide o não cumprimento em: a impossibilidade da prestação, na qual inclui o não cumprimento definitivo; a mora; e o cumprimento defeituoso.

e atempadamente realizada, não mais o pode ser, dado que o credor já não mantém (perdeu) objetivamente o interesse na sua realização ou, fixado um prazo suplementar, razoável, na interpelação admonitória (a derradeira (última) oportunidade para o cumprimento), o devedor escusou-se ao mesmo e a mora em que incorria converteu-se em incumprimento definitivo (art. 808º do CC). Diferentemente, esta consiste no (mero) retardamento culposo na realização da prestação devida, ainda possível, já certa, exigível e líquida, mantendo o credor ainda o interesse objetivo nela[183].

Ora, no contexto dos mercados financeiros, de rápidas mutações, flutuações e variações das taxas e índices aí determinantes na conclusão célere, eletrónica, altamente globalizada e em cadeia de transações, a mora acaba por não se verificar: o atraso no cumprimento destes deveres de informação acaba por a converter imediatamente em não cumprimento definitivo dos mesmos, uma vez que o credor perde, imediata e objetivamente, o interesse na prestação dessa informação, vedada estar-lhe-á outra oportunidade de escolher realizar ou não a transação em causa, colhendo ou não sofrendo, respetivamente, os efeitos da mesma[184].

---

[183] Ex vide art. 804º e ss. do CC. Sobre a mora, seus requisitos e efeitos, cfr. Adriano VAZ SERRA, "Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 19 de Outubro de 1978", in *Revista de Legislação e de Jurisprudência,* Ano 112, 1979-1980, N.º 3641, Imprensa da Universidade, Coimbra, pp. 121, 124-126; Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 22-25; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. IX, ob. cit., pp. 233-241, que nos traz uma perspetiva histórica da mora, desde que configurada no Direito Romano; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 63-65; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 1048-1056, 1058-1063; Adriano VAZ SERRA, "Mora do devedor", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 48, Maio de 1955, Ministério da Justiça, Lisboa, pp. 5-6. Ex vide art. 805º do CC sobre o momento da constituição em mora. Enquanto houver mora, persiste o vínculo obrigacional, diferentemente do que acontece com o não cumprimento definitivo e o devedor encontra-se obrigado a realizar a prestação a que estava obrigado, embora haja lugar à indemnização dos danos moratórios: assim Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 1050-1054; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 299-313; Adriano VAZ SERRA, "Mora do devedor", ob. cit., pp. 33-34. Exige-se, pois, nos termos do art. 804º/2 do CC, que ainda não se tenha verificado uma impossibilidade da prestação e que está se encontre "determinada em qualidade, vencida e fixada no seu *quantum*).

[184] Ex vide art. 808º do CC; Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente,* ob. cit., pp. 205-206. Ainda Adriano VAZ SERRA, "Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 19 de Outubro de 1978", ob. cit., pp. 121, 124-126; Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 22-25: o prazo para a execução voluntária da prestação pode comportar vários significados ou finalidades e, se for essencial, revela-se determinante para o cumprimento, de modo que, se não respeitado e se a obrigação não for cumprida pontualmente, o credor perde o interesse no mesmo. Assim, a interpelação admonitória é rara ou ignóbil no domínio do mercado financeiro e qualquer situação de mora ou de cumprimento defeituoso destes deveres de informação consubstancia uma situação de não cumprimento definitivo de deveres de prestação secundária, capaz de determinar a resolução do contrato, atenta a importância que assumem no quadro do mesmo, como acontecerá, de igual modo, para o cumprimento defeituoso, segundo João BAPTISTA MACHADO, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", ob. cit., pp. 356-385: o não cumprimento destes deveres

2.2.1.2 Inobservância de deveres de informação antes da celebração de um contrato de intermediação financeira

Quid iuri, no entanto, quando a preterição da informação devida, a fornecer pelo intermediário financeiro ao investidor, se verifica, temporalmente, antes e independentemente da celebração de qualquer contrato de intermediação financeira? Podemos afirmar que semelhante conduta sempre desencadeará responsabilidade extracontratual do intermediário financeiro, na segunda modalidade de ilicitude, como acima a melhor explicitámos. Contudo, pode questionar-se: devemos dar-nos por satisfeitos com esta asserção?

A norma do art. 227º do CC sanciona condutas de preterição de deveres impostos pela boa fé, no quadro das negociações, que violam a confiança e expectativas, dignas de tutela jurídica, da outra parte, a quem um sujeito causa, assim, prejuízos. Constitui este preceito corolário das mais prementes e fundamentais exigências de Justiça material que preenchem e percorrem todo o Direito, através da boa fé, princípio fundamental do nosso ordenamento jurídico. A consagrar a chamada *culpa in contrahendo*, esta norma funcionará, em regra, quando se dá a frustração injustificada e imotivada por uma das partes do processo de formação do contrato ou a conclusão de um contrato inválido e prejudicial a uma das partes, por a outra ter omitido os deveres

---

pode constituir uma situação de não cumprimento definitivo do contrato, por colocar a confiança essencial ao mesmo em crise, atenta a sua gravidade e por esses deveres possuírem, no quadro do mesmo, uma grande relevância, tornando a sua violação insustentável a manutenção da relação contratual; assim, a resolução será igualmente permitida, no âmbito da inobservância de deveres de prestação secundária ou de deveres acessórios de conduta, em face da sua relevância na economia do contrato, desde que seja um contrato bilateral como um contrato de intermediação financeira. Como ele, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, ob. cit., pp. 94 e ss., 121 e ss. e os Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça de 3 de Junho de 2003 e de 12 de Janeiro de 2017, Processo N.º 40/13.0TBBR.C1.S1. Em sentido contrário, Adriano VAZ SERRA, "Mora do devedor", ob. cit., pp. 242 e ss. 250 e ss..

O interesse objetivo do credor consiste na "aptidão da prestação para satisfazer as necessidades do credor", cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 233-241. A prestação será exigível se o prazo para o seu cumprimento já decorreu e o credor pode exigi-lo judicialmente; certa se se encontrar qualitativamente determinada e líquida, se quantitativamente determinada.

Note-se que a perda objetiva do interesse é uma "perda subjetiva do interesse com justificação objetiva", Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 1048-1056, uma vez que é apreciada relativamente à pessoa do credor, mas do ponto de vista do "comum das pessoas", em função das finalidades almejadas com o contrato e de acordo com circunstâncias que qualquer membro da comunidade reputaria como relevantes. Também assim João Baptista Machado, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", ob. cit., pp. 344-351, 352-355,

de informação que a boa fé lhe impunha, celebrando-se um contrato, na realidade, não desejado[185].

Ora, o dever de atuar de acordo com a boa fé, enquanto padrão de conduta, a concretizar-se, sumariamente, em deveres de correção, lealdade, informação e retidão, no processo de formação do contrato[186], determina, nos termos do n.º1 do art. 227º do CC, que a sua inobservância danosa faz incorrer o infrator em responsabilidade pré-contratual e, portanto, no dever de indemnizar a outra parte pelos prejuízos causados: assim decorre também do art. 304º-A do CVM, que abrange esta hipótese. Trata-se de uma forma de tutelar e proteger a confiança e as expectativas que o comportamento de uma parte cria na outra e a que o Direito não é alheio[187], ao sancionar a violação

---

[185] A boa fé é uma coordenada, um princípio fundamental de Direito, com um certo ideal de Justiça material subjacente à realização do Direito, enquanto conjunto de valores jurídico-culturais de uma comunidade histórica. Muitas vezes, é mobilizada como critério de decisão que, enquanto cláusula geral, confere ao julgador a faculdade de decidir sem fundamento apenas nos critérios de legalidade estrita, não obstante continuar vinculado ao Direito e ao sistema jurídico: permite uma adaptação às novas realidades, plasmada em inúmeros preceitos do CC. Sobre isto, Mario BARCELLONA, "Strutture della responsabilità e "ingiustizia" del danno", ob. cit., pp. 410-411; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 15 e ss.; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 124-127; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., 387-395; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 71-73: a Ainda António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, 7.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 17-24; Antonio DE MAURO, Fabio FORTINGUERRA, *La Responsabilità Precontrattuale*, CEDAM, Padova, 2002, pp. 2-3; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 441 e ss..

[186] Verdadeiramente é preferível o termo "preliminares", pois a nossa lei civil distingue duas fases no âmbito da formação dos contratos: 1) preliminares ou negociações, em que as partes desenham o conteúdo contratual e procuram alcançar um consenso para o celebrarem; 2) conclusão do contrato. Na realidade, está em causa a responsabilidade por atos praticados antes da conclusão do contrato, i.e., nos preliminares ou negociações. Sobre isto, Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I – Conceito. Fontes. Formação*, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, Julho de 2005, pp. 185 e ss. Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 298-312. Vide também Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", ob. cit., pp. 150, 165-168; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, "Responsabilidade civil pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato", Coimbra Editora, Coimbra, 1984, pp. 45-49, reconhecendo este *iter*, não (tão) presente nos contratos ou negócios celebrados de forma mais simplificada.

[187] Cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, ob. cit., pp. 17-24, 527-539; Mario BARCELLONA, "Strutture della responsabilità e "ingiustizia" del danno", ob. cit., pp. 410-411; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 15 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., 387-395; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 298-312, 202-205; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 71-73. Ainda Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I – Conceito. Fontes. Formação*, ob. cit., pp. 184 e ss.; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 11 e ss., 127 e ss., 199 e ss., 431 e ss., 474 e ss., 480 e ss., 519 e ss., 583 e ss., 765 e ss.; Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, ob. cit., pp. 176 e ss., 195 e ss., 227 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 6.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 439-440: no processo de formação do contrato, os sujeitos jurídicos desenvolvem contactos que criam em cada um determinada confiança e expectativas legítimas, quanto à futura atuação da outra parte e seus intentos, e que determinam que planeje a sua conduta de acordo com a previsão fundamentada nas declarações e no comportamento exteriorizado do outro. Essa confiança será legítima, razoável e justificada, pelo que se for

injustificada destes deveres de conduta que, ao passo, concretizam o princípio normativo da boa fé, descortinando-se nessa inobservância a ilicitude "pré-contratual"[188].

---

colocada em causa quando a outra parte é desonesta, leal e incorreta, preterindo os deveres que a boa fé lhe impõe, o Direito deve intervir e colocar sob a sua alçada este tipo de situações, de frustração da confiança, em nome de imperativos de Justiça material, sob pena de a contratação ser impossível, por receio de confiarmos uns nos outros, de cooperar, fornecer dados e informações, trocar impressões e fazer cedências. Sem essa confiança, não será possível a realização de negócios jurídicos, a fluidez e a segurança que o tráfego jurídico exigem. Disto será exemplo a relação entre o intermediário financeiro e o cliente, especialmente se se atentar no importante papel que desempenham no mercado e a circunstância de, no desenvolvimento da sua atividade lucrativa, visarem e acautelarem o interesse dos clientes, vide António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 279-285. Assim, a boa fé possui um acentuado relevo no domínio negocial, onde conhece dois sentidos: subjetivo (situação psicológico-subjetiva de quem acredita atuar e agir plenamente de acordo com o Direito e não conhece vicissitudes precedentes, que lhe são alheias – boa fé "psicológica e fática") e objetivo (regra de conduta, que regula comportamentos humanos, a ordenar aos sujeitos jurídicos uma conduta honesta, leal e verdadeira, bem como os demais comportamentos decorrência de princípios ético-morais fundamentais na sociedade – *Treu und Glauben* -, em ordem a reprimir comportamentos lesivos e abusivos, inobservantes das exigências e postulados da Justiça material que a boa fé visa acautelar.

[188] Cfr. Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Responsabilidade pré-contratual: breves anotações sobre a natureza e o regime", in *Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra/Estudos em homenagem ao prof. doutor Manuel Henrique Mesquita,* Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 745 e ss.; Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 97-115. Sobre isto, cfr. ainda António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 564-585; Ana PRATA, *Notas sobre responsabilidade pré-contratual,* ob. cit., pp. 18-38, 38 e ss.; Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães, de 2 de Maio de 2013, Processo N.º 981/04.5TBFAF.G2: convoca-se, então, o princípio da boa fé no seu sentido objetivo. Ainda Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, "Responsabilidade pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato", in Separata da *Revista de Legislação e Jurisprudência,* Coimbra Editora, Coimbra, 1984, pp. 33-36, 43 e ss..

Exige-se ainda uma atuação culposa do sujeito, que não se confunde com a má fé, sem prejuízos dos aspetos onde se aproximam, cfr., a este propósito, António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 1225-1230.

A consagração destes deveres e deste instituto resultou da construção de IHERING, conquanto que nela tenha havido alguma reticência, por brigar com a atuação completamente libre dos sujeitos que a ótica liberal da autonomia privada e da liberdade contratual pressupunha; daí a inegável "tensão" entre a autonomia da vontade e a boa fé existente, como sucedeu no ordenamento jurídico francês. Atualmente, encontra-se prevista nos arts. 1337º e 1338º do Codice Civile, embora não contemplada no Código Civil Italiano de 1865. Foi consagrada expressamente no §311 do BGB, no ano de 2001. Assim, encontrou-se uma solução para os casos em que ocorriam vicissitudes no processo de formação do contrato e em que seria uma manifesta injustiça não reparar os danos causados. Uma vez acolhido na maioria das legislações, alargou o seu âmbito de aplicação, que não apenas a conclusão de um negócio inválido, dada a malha complexa das situações da vida, a que cumpre dar o devido relevo jurídico. Sobre isto, António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 527 e ss., 532 e ss, 540 e ss., 553 e ss., 606 e ss., 615 e ss., 624 e ss., 1067 e ss., 1229 e ss; Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", in Boletim do Ministério da Justiça, N.º 68, Junho de 1957, Ministério da Justiça, Lisboa, pp. 118 e ss.; Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 99-115; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 10-13, 166-193; Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Responsabilidade pré-contratual: breves anotações sobre a natureza e o regime", ob. cit., pp. 745 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, "Responsabilidade pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato", in ob. cit.; Antonio DE MAURO, Fabio FORTINGUERRA, *La Responsabilità Precontrattuale,* ob. cit., pp. 39-42; Rudolf von JHERING, tradução de Paulo MOTA PINTO, *Culpa in contrahendo ou indemnização em contratos nulos ou não chegados à perfeição,* Almedina, Coimbra, 2008, p. 18.

Assim, os deveres de informação impostos pelo normativo aos intermediários financeiros são decorrência e concretização dos imperativos e das exigências-mote da boa fé, que abrange o dever de informar a contraparte de todas as circunstâncias relevantes para a formação da sua convicção ou que se mostrem fundamentais, por afetar a sua posição ou situação jurídica[189]. Deste modo, se antes da celebração do contrato de intermediação financeira, o intermediário violar os deveres de informação a que está adstrito e que lhe são impostos pela boa fé, incorrerá em responsabilidade civil pré-contratual, pela preterição de deveres de atuação correta, honesta e leal, a cumprir, em todo o processo de formação do contrato e na sua execução, nos termos do art. 762º/2 do CC, sob pena de responsabilidade contratual por violação de deveres secundários de prestação ou acessórios de conduta, como já referido[190].

a) Da natureza jurídica da responsabilidade pré-contratual

Chegados aqui, cabe determinar qual a natureza jurídica e a modalidade da responsabilidade pré-contratual. Diferentemente do legislador alemão, que esclarece tratar-se de responsabilidade contratual, a lei civil portuguesa escusa-se a esta questão, abstendo-se de a ela responder, pelo menos diretamente. Deste modo, reserva para a doutrina e para jurisprudência a tarefa de descortinar qual a natureza jurídica dessa responsabilidade, algo com reflexos no regime, v.g., em matéria de culpa, se se considerar a responsabilidade pré-contratual como contratual, aplicar-se-á a presunção do art. 799º do CC, sem prejuízo, de em termos extracontratuais, se considerar que a presunção de culpa do art. 493º/2 do CC, relativa a atividades perigosas, possa ser aqui aplicável[191]. Não obstante, aqui, por força do

---

[189] Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 47-59, 154-164, 356 e ss., na *Common Law*, não se adere a tal dever genérico de informação, cabendo a cada contraente/parte assegurar-se de que se encontra plenamente esclarecida e que, consequentemente, realiza um negócio oportuno. Não se sanciona, assim, o silêncio, mesmo que incida sobre factos essenciais do contrato. Todavia, exceções há: se se decidir informar, tem que se informar correta e devidamente – será o caso dos contratos onde existe uma relação especial de confiança, fidúcia especial, com o acrescido dever de cuidado e diligência correspondente (*duty of care*), como no caso do intermediário financeiro. Também entre nós não defendemos esse dever em termos genéricos, como afirmado.

[190] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., p. 441. Para Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, ob. cit., pp. 195 e ss..

[191] No entanto, tal implica a subsunção da atividade de intermediação financeira ao conceito de atividade perigosa, no caso concreto, com apelo às circunstâncias *subjudice*. Não existe uma noção de atividade perigosa e os tribunais portugueses têm vindo a fornecer um amplo leque de atividades que se inserem na mesma. Ora, a atividade de intermediação financeira denota a prática de atos com maior capacidade de produzir danos, mormente devido ao risco que comportam, mas parece haver alguma dificuldade nessa recondução. Sobre isto, cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 242-244; Gonçalo André

art. 304ºA/2 do CVM, em matéria de preterição de deveres de informação do intermediário financeiro, sempre se presume a culpa, qualquer que seja a modalidade de responsabilidade civil[192].

Deste modo, a doutrina e a jurisprudência começam por notar a dificuldade em reconduzir a responsabilidade pré-contratual aos moldes tradicionais das duas formas de responsabilidade civil: da contratual, porque ainda não foi celebrado um contrato, da extracontratual, porque não se pode canalizar, de forma linear, as notas caracterizadoras dela, até porque não há uma ofensa de um bem jurídico absolutamente protegido. Cumpre, assim, olharmos para o contexto em que o instituto da responsabilidade pré-contratual é (aqui) mobilizado.

O dever de indemnizar surge pela preterição de (recíprocos) "deveres de lealdade, de informação e de esclarecimentos", baseados na boa fé e que emergem do estabelecimento de contactos entre sujeitos jurídicos, entre o investidor e o intermediário financeiro com vista à celebração de um negócio, o contrato de intermediação financeira. Emergem, pois, do mero e simples início do processo de formação do contrato, o qual retira os sujeitos da esfera extracontratual e do anonimato existente entre eles, até então, no plano jurídico[193]. Diz IHERING que, embora não houvesse uma "relação contratual" perfeitamente constituída,

---

CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp. 270-272.

[192] Afasta-se a lei germânica da francesa, que enquadra a c*ulpa in contrahendo* na responsabilidade aquiliana, como o ordenamento jurídico italiano. Sobre tudo isto, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 441 e ss., Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, ob. cit., p. 230; Emanuele Lucchini GUASTALLA, "Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari", in *Responsabilità Civile e Previdenza*, Vol. 73, N.º4, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, pp. 475 e ss.. Ainda António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, ob. cit., pp. 532 e ss, 540 e ss., 553 e ss., 606 e ss., 615 e ss., 624 e ss., 1067 e ss., 1229 e ss; Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 118 e ss.; Antonio DE MAURO, Fabio FORTINGUERRA, *La Responsabilità Precontrattuale*, ob. cit., pp. 3-6, 8-18. Nos sistemas de *Common Law*, não haverá, em princípio, qualquer consequência pela inobservância de deveres de conduta impostos pela boa fé na fase de formação dos contratos, a não ser que o comportamento concretamente adotado pelo infrator tenha consistido na ocultação de circunstâncias essenciais e decisivas que influenciaram a decisão de contratar; esta relutância tem sido ultrapassada através de algumas figuras, como o dever de *fair dealing*, um incentivo às partes a atuarem de acordo com deveres de respeito, sob pena de responderem pelos danos causados. Por sua vez, o ordenamento jurídico alemão, pioneiro na previsão da responsabilidade pré-contratual, recorreu à ficção de um contrato preliminar, por que não propugnamos.

[193] Assim, Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 69 e ss, 80 e ss.. O autor invoca também, embora não constitua dado determinante, o facto do art. 227º/2 do CC remeter para a aplicação das regras da responsabilidade extracontratual à responsabilidade pré-contratual, teria dispensado esta referência.

esta começava a nascer, a ser formada e seria sancionada por via da responsabilidade civil[194]. A esta relação jurídica existente antes da celebração do contrato atribui-se a designação de "relação obrigacional sem deveres primários", que, por força da lei, ou melhor, do princípio da boa fé amplamente consagrado nesta, impõe deveres de conduta cautelosa, diligente, honesta, reta e leal de uma parte para com outra e converte-se, após a conclusão do contrato, na relação contratual[195], num contexto próximo da relação existente entre credor e devedor que a responsabilidade contratual pressupõe.

Tanto fica mais claro se observarmos que, como já referido, o objetivo desta norma é tutelar a confiança de uma das partes, materializada, então, na boa fé[196], que desencadeia este vínculo obrigacional especial, em nome da segurança e, reitera-se, da confiança (jurídicas ou juridicamente relevantes) em que as transações no tráfego assentam. Consistirá, então, este instituto numa limitação à autonomia e à liberdade de as partes auto-regularem os seus interesses, como forma de obstar a condutas desleais e inverdadeiras, contrárias à boa fé, como são também sancionadas na execução do contrato, afastando-se, então, da tutela de direitos e interesses *erga omnes*, que toda a comunidade deve respeitar e abster-se de "beliscar"[197] e que o plano extracontratual pressupõe.

---

[194] Cfr. Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 514-535; Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 514-535; onde lemos que IHERING defendia o enquadramento da responsabilidade pré-contratual na responsabilidade contratual, pois, na relação contratual/obrigacional cabiam fins, escopos e deveres que não apenas o principal, de cumprimento da prestação principal. Também António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 397-403. Rudolf von JHERING, tradução de Paulo MOTA PINTO, *Culpa in contrahendo ou indemnização em contratos nulos ou não chegados à perfeição,* ob. cit., pp. 22-25, 32; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 174 e ss.: o problema da premissa de IHERING é o facto de esta ser também a sua conclusão; pp. 182 e ss.. Ainda António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 527-539, que nos traz uma visão histórica desta problemática.

[195] Como Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", ob. cit., pp. 150 e ss., 154-157; António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 527-545;

[196] Cfr. Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 118 e ss.; Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 11 e ss., 75-87, 99-115, 127 e ss., 199 e ss., 361-451, 466-468, 480 e ss., 519 e ss., 583 e ss., 765 e ss.; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 10-13; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 95-97; António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 532 e ss., 540 e ss., 553 e ss., 606 e ss., 615 e ss., 624 e ss., 1067 e ss., 1229 e ss..

[197] Sobre estas considerações, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, 4.ª Edição, Almedina, 2014, pp. 207-208, 237 e ss., 248, 281; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. IX, ob. cit., p. 68; António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 539-545; Antonio DE MAURO, Fabio FORTINGUERRA, *La Responsabilità Precontrattuale,* ob. cit., pp. 6-9; Adriano

Repristinando os argumentos estruturais, funcionais e axiológicos de distinção entre as modalidades de responsabilidade civil, será melhor enquadrar a responsabilidade pré-contratual na responsabilidade contratual: a única dificuldade em tanto é o facto de não ter sido ainda firmado o contrato ou negócio jurídico, o que pode ser ultrapassado com o conceito de "relação obrigacional sem deveres primários de prestação", dado que, celebrado o contrato, os deveres omitidos ou preteridos que gerariam responsabilidade civil nos termos do art. 227º do CC também gerariam o dever de indemnizar no âmbito contratual, onde são exigidos pela boa fé[198]. Assim, pelas similitudes, pela sua *ratio* e origem, quiçá deva considerar-se a responsabilidade pré-contratual como uma hipótese de responsabilidade contratual e, se for possível tratar esta problemática no quadro da responsabilidade contratual, por os casos concretos a que diz respeito apresentarem características idênticas aos daquela, cujo âmbito de relevância parece assimilar o âmbito de relevância do caso e configurar uma resposta satisfatória[199].

VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 118 e ss.; Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", ob. cit., pp. 150-154.

[198] Sobre isto, António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 539-545; Rudolf von JHERING, tradução de Paulo MOTA PINTO, *Culpa in contrahendo ou indemnização em contratos nulos ou não chegados à perfeição,* ob. cit., pp. 20-21;Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 194 e ss., 218 e ss.; Nuno PINTO OLIVEIRA, "O princípio da boa fé como fórmula vazia?", in *Scientia Iuridica,* Tomo LVI, N.º 309, Janeiro/Março 2007, Universidade do Minho, Braga, pp. 719-732, que prefere o termo "contacto social qualificado", por "implicar um risco acrescido de ingerência, que justifique estes deveres de conduta". Assim também Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Responsabilidade pré-contratual: breves anotações sobre a natureza e o regime", ob. cit., pp. 745 e ss.; ainda Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* ob. cit., pp. 55-59, 496-508, a salientar que, neste quadro, o dever de informação só existe quando esta esteja relacionada com o contrato e a salientar que haverá tal relação especial se "entre lesante e lesado já existe uma ligação jurídica especial, um contrato, a sua preparação ou uma relação obrigacional legal", tendendo a aproximar a responsabilidade pré-contratual da responsabilidade extracontratual, uma vez que Jorge SINDE MONTEIRO, "Culpa *in contrahendo*", in *Cadernos de Justiça Administrativa,* N.º 42, Novembro – Dezembro 2003, Cejur, Braga, pp. 13-14 não encontra suporte no direito constituído e pressupõe uma "relação obrigacional sem deveres primários de prestação", ainda em construção pelo legislador, talvez intencionalmente, a abranger situações tão diferentes que, provavelmente, caberá uma resposta diferente para cada um deles, de tal modo que cada uma delas poderá ser enquadra numa diferente modalidade de responsabilidade civil: a responsabilidade por rutura das negociações constitui responsabilidade extracontratual e a responsabilidade por inobservância de deveres de esclarecer e informar responsabilidade contratual.

[199] Quanto a esta temática, ainda Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"…,* ob. cit., pp. 95-97; assim Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 22 e ss., 37 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 271-272; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 69 e ss.; Giovanna VISINTINI, "Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale", ob. cit., pp. 1080-1081, que, admitindo uma terceira via de responsabilidade civil, a nega para estas situações, por estes deveres serem reconduzíveis ainda ao contrato.

b) Responsabilidade pré-contratual: uma terceira via da responsabilidade civil?

Esta questão reveste autêntica complexidade e de semelhante entendimento discordam alguns autores que, no extremo oposto da doutrina monista da responsabilidade civil, são tentados a reconhecer uma "terceira via de responsabilidade civil", um *tertium gens*, para tutela dos factos que não podem deixar de ser sancionados pelo ordenamento jurídico, mas cujo tratamento nos moldes tradicionais da responsabilidade civil consideram não ser possível ou suficiente para uma solução adequada dos casos, fruto da evolução da vida social, com um novo conjunto de situações a que urge dar conveniente resposta[200].

O acolhimento de uma terceira via da responsabilidade civil nestes termos, para os casos que se se encontram numa "terra de ninguém, entre o delito e o contrato"[201], propugnado, entre nós, por CARNEIRO DA FRADA, assume-se verdadeiramente controvertido, de difícil aceitação ou consenso e não é admitido sem mais: exige, primeiro, a verificação da inexistência de mecanismos ou "válvulas de escape" que permitem a recondução dos casos *sub judice* aos esquemas já previstos e tradicionalmente mobilizados. Assim, o autor problematiza a recondução da responsabilidade pré-contratual à responsabilidade extracontratual e à contratual, para, aparentemente, proscrever e excluir qualquer uma destas classificações[202].

Será, então, urgente reconhecer uma terceira via de responsabilidade civil, apta a um adequado tratamento dogmático destas situações, para aí se inserir este instituto. Parte-se, então, da ideia da confiança, introduzida por Hans DÖLLE, que suscita, no entanto, problemas, como a sua indeterminação e difícil aplicação, por ser vaga e, em última instância, a postular uma excessiva e desmesurada tutela, de situações que não a

---

[200] Cfr. Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 128 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 397-403; Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Contratos e Deveres de Proteção,* ob. cit., pp. 22-23.
[201] Citando Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., p. 22.
[202] António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil,* ob. cit., pp. 555-563, 1234-1250; Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 261-270, 270-307; 339-343. 757 e ss.; Rudolf von JHERING, tradução de Paulo MOTA PINTO, *Culpa in contrahendo ou indemnização em contratos nulos ou não chegados à perfeição,* ob. cit., pp. 19-20

merecem[203]. Mesmo assim, erguer-se-á a confiança como uma categoria jurídica autónoma, que tutela as expectativas dignas de proteção, juridicamente relevantes, para as quais o Direito positivo não preveja qualquer solução, mas a que não é estranho. Nesse espaço, surgirá a responsabilidade pela confiança, enquanto fundamento de uma tutela autónoma, distinta das demais modalidades de responsabilidade civil[204]. No entanto, conclui: não será esse o caso da tutela das expectativas e confiança juridicamente relevantes no quadro da responsabilidade pré-contratual, que não será responsabilidade pela confiança, mas um outro tipo de responsabilidade civil, por violação dos deveres impostos pela boa fé[205].

Por nós, é duvidoso que estas premissas bastem para autonomizar a responsabilidade pela confiança enquanto uma modalidade autónoma de responsabilidade civil, categoria que abarca inúmeras hipóteses, sem uma unidade clara entre elas, sobretudo em face de uma enorme riqueza das relações quotidianas. Não auxilia ainda salientar-se que essa confiança deve ser "juridicamente relevante", dada a indeterminação, a que estes dois termos não obstam, por serem mais uma proclamação que uma definição. De facto, estamos perante um termo polissémico, que a lei não define quando a ele se refere. Trata-se de um conceito demasiado flexível e indeterminado, que peca pela falta de rigidez necessária para o seu tratamento conveniente. No entanto, torna-se inevitável constatar que a confiança penetra no mundo do Direito e aí adquire relevância: desencadeia legítimas expectativas, que o Direito deve tutelar, num fenómeno de "juridificação" da sociedade, já que, sem essa confiança, os sujeitos, por receio e excesso de prudência, não contactariam entre si, algo capaz de obstar ao desenvolvimento da sociedade, justamente aquilo que se procura fomentar, ao conferir

[203] António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, ob. cit., pp. 555-563, 1234-1250; Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 159-181.
[204] Quanto a tudo isto, acompanhamos de perto os ensinamentos de António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, ob. cit., pp. 555-563, 1234-1250.
[205] Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 11 e ss., 41 e ss., 44-60, 127 e ss., 199 e ss., 345-351, 431 e ss., 452-466, 519 e ss., 583 e ss., 765 e ss.; o desenvolvimento desta terceira via e a eventual integração da *culpa in contrahendo* nela devem-se aos estudos de CANARIS, que reconhecia a existência de duas "vias" de proteção alicerçada na confiança: uma positiva, que visava colocar o lesado na situação em cuja verificação ele cria e acreditava, conferindo-lhe o correspondente direito; e uma negativa, que o pretendia colocar no estado em que se encontraria se não tivesse formado essa crença.

uma melhor e maior tutela, que torne as pessoas mais confiantes, que as faça cooperar de forma pacífica e ativa, em ordem a desenvolverem relações económicas e sociais[206].

Destarte, não ignoramos que Direito e confiança são realidades distintas, mas conexas, que se interpenetram, com esta a justificar as soluções contempladas no Direito Positivo e a ser um fim do Direito, da própria ordem jurídica, mas somos constrangidos a hesitar, ou melhor, a questionar se a doutrina da confiança é verdadeiramente autónoma enquanto fundamento de tutela ou se o recurso a ela e a sua aplicação depende da sua instituição pelo Direito, i.e., da receção, por este, da tutela de situações onde esta se manifesta e de que será fundamento transpositivo, como é o caso da responsabilidade contratual, em tudo semelhante à responsabilidade pré-contratual, não fosse a falta da celebração do negócio, mostrando-se as normas que a regulam aptas a assimilar a relevância das hipóteses da responsabilidade pré-contratual por inobservância de deveres de informação, aqui pelo intermediário financeiro – com a vantagem de se aplicar a ampla cláusula geral imputacional do art. 304ºA do CVM. Não será, por isso, de enveredar por tal construção dogmaticamente questionável, a reconhecer uma terceira e quarta via de responsabilidade civil[207].

[206] Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. I, ob. cit., pp. 19-41; seria apenas a confiança juridicamente relevante ou uma situação psicológica de confiança? Acompanhamos, assim, Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 17-24, 345-351.
[207] Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 17-24, 345-351.

2.3. A preterição culposa dos deveres de informação

2.3.1. O grau de esforço e diligência exigido ao intermediário financeiro

Apesar de se poder, eventualmente, identificar uma tendência para a objetivação da responsabilidade civil do intermediário financeiro, pela violação dos deveres de conduta, ainda se afirma que, em princípio, a mesma é de natureza subjetiva[208], pois assenta na prática de um facto ilícito e culposo do intermediário financeiro que causa um dano[209]. Mas em que termos podemos falar de uma preterição culposa de tais deveres?

A culpa constitui um "juízo de censura ético-jurídica, a traduzir um desvalor", sobre a conduta do sujeito que, no caso concreto, adotou um comportamento ilícito, antijurídico ou contrário ao Direito, "quando podia e devia ter adotado um outro", este conforme ao Direito[210]. O mesmo é dizer que o agente agirá com culpa quando, atuando de forma contrária ao Direito, podia e devia ter atuado de modo conforme a este; *in*

---

[208] A responsabilidade civil conhece duas modalidades: a subjetiva e a objetiva, caso, respetivamente, o desencadear do seu funcionamento exija e dependa da culpa do agente ou não. entre nós, a primeira é a regra e a segunda, a exceção, só consagrada nos casos expressamente previstos na lei, como decorre do disposto no art. 483º/2 do CC. A exigência da verificação do pressuposto da culpa como regra é consonante com o fundamento originário da responsabilidade civil, fruto das coordenadas iluministas, de conceção da pessoa como ser humano livre e, portanto, responsável pela sua conduta, na medida em que o seja (responsável). Deste modo, à partida, a não ser que a lei disponha noutro sentido, exclui-se o dever de indemnização quando a conduta danosa não tenha sido culposa, já que o agente não era livre de a dominar, de a controlar, de adotar um comportamento conforme ou não culposo. Sobre a distinção entre a responsabilidade civil subjetiva e a objetiva, que não se esgota na responsabilidade pelo risco, vide Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 215-216; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I , pp. 566 e ss., 574 e ss., 629 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 227 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 578-590, 611 e ss.. Para se afirmar a culpa de um agente, este tem de ser imputável, tem de possuir a aptidão para "querou entender" e se autodeterminar a adotar uma conduta que não cause danos. Sobre a imputabilidade a sua falta (inimputabilidade), João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, ob. cit., pp. 563 e ss., Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 227 e ss..

[209] Assim, Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp.272-273.

[210] Cfr. Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., p. 346; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, ob. cit., pp. 562-563, 566 e ss.. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 368, 466-469: adotamos uma visão normativa e não psicológica da culpa, o que terá relevo na qualificação da sua apreciação como questão de direito, determinante da suscetibilidade de ser apreciada como questão de direito em recurso para o STJ, o que não aconteceria se fosse uma conceção psicológica, logo, uma questão de facto, cuja apreciação estava vedada ao STJ. Assim também, Adriano VAZ SERRA, "Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 14 de Março de 1979", in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 112, 1979-1980, N. 3651, Imprensa da Universidade, Coimbra, pp. 274-275.

casu, o intermediário atuará com culpa se não cumprir os deveres de informação que a lei lhe impunha, o que podia e devia ter feito[211].

Ora, atualmente é pacífico que a apreciação da culpa do agente para a formulação deste juízo é efetuada em abstrato, sem dispensar a consideração das circunstâncias concretas do caso, especialmente neste domínio, onde variáveis e fatores podem dispensar e afastar a necessidade de observar estes deveres, como o elevado conhecimento e qualificação do investidor, com que hipoteticamente o intermediário financeiro se depara. Assim, o referente para a apreciação da culpa seria, nos termos gerais do art. 487º/2 do CC, aplicável a ambas as modalidades de responsabilidade por força do art. 799º/2 do CC, o padrão de diligência do *bonus pater familias* ou do homem médio, do sujeito normalmente correto, diligente, hábil e honesto, para, constatando-se um desvio, i.e., que a conduta do agente ficou aquém daquela que teria sido a do homem médio, se afirmar que o agente atuou com culpa[212].

No entanto, não é esse o critério aqui mobilizado, o que recebe respaldo ao abrigo da salvaguarda da parte final do art. 487º/2 do CC, a remeter para um eventual e diferente critério de diligência especialmente aplicável ao caso concreto. Destarte, a legislação mobiliária propugna uma exceção ao critério do *bonus pater familias* e mostra-se mais rigorosa, ao exigir que o intermediário financeiro adote a conduta do

---

[211] Cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., 227-229; Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., p. 208; Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 88-93, que enquadra esta problemática na questão de que conduta cabe ao agente adotar.

[212] Quanto a estas considerações, acompanhamos de perto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 574-577; Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 93-95; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., p. 428; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 350 e ss.; Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 39 e ss., 42-47, que excluem a apreciação da culpa em concreto, comparando a diligência empregue pelo agente e aquela que ele habitualmente emprega para, havendo algum desvio entre elas, com a segunda a ser superior a esta e aquela a afastar-se da habitual, se poder afirmar que o agente atuou com culpa. Os autores dão, todavia, nota da querela doutrinal existente na vigência do Código de Seabra.

Quanto ao conceito de bom pai de família, o "*gentleman*" anglo-saxónico, que não uma realidade estatística, nem ligada à paternidade, mas como o cidadão-modelo, eticamente orientado, prudente, razoável, atento, diligente, com raiz no Direito Romano, cfr. Yvonne Lambert- Faivre, "Lévolution de la responsabilité civile d'une dette de responsabilité à une créance d'indemnisation", *Revue trimestrielle de droit* civil, 86, 1987, 2 *apud* Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., p. 235. "Em face das circunstâncias do caso", vide art. 487ºCC. Ainda Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 13-30, 39 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 574 e ss.; Antonio GUARINO, "Il buon padre gentiluomo", in *Labeo, Rassegna di Diritto Romano*, Vol. 37, N.º2, 1991, Joyene, Napoli, pp. 238-241.

diligentissius pater familias, correspondente a um modelo de culpa levíssima[213] (art. 304º/2 do CVM), como forma de instituir uma melhor e maior proteção dos investidores, mas também de salvaguardar o próprio mercado e demais agentes que aí atuam. Portanto, deverá confrontar-se a conduta concreta do intermediário financeiro, ao preterir os deveres de informação a que estava obrigado com aquela que teria sido o comportamento de um intermediário financeiro enquanto profissional especialmente sagaz, altamente competente, atento, rigoroso, honesto, verdadeiro. Concluindo pela existência de uma discrepância que permite observar que o intermediário financeiro não empregou a diligência devida, constatar-se-á que ele procedeu com culpa e, no âmbito da responsabilidade contratual, o chamado inadimplemento imputável ao devedor, aqui o intermediário financeiro.

---

[213] Assim afirma Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp. 210 e ss.. Entre nós, a negligência, quanto ao seu maior ou menor grau, pode ser classificada em culpa grave, culpa leve ou culpa levíssima. A primeira e a segunda dizem respeito aos casos em que não é observada a diligência que o Homem normalmente diligente e sagaz empregaria; sendo que na culpa grave há um elevado grau de negligência, na medida em que a conduta só pode ser o resultado de um comportamento grave e manifestamente negligente. Já a culpa levíssima diz respeito aos casos em que não é observada a diligência que só uma pessoa acima do padrão de diligência do Homem médio e, portanto, extremamente diligente, sagaz e apto observaria. Note-se que, em regra, a culpa levíssima não é considerada culpa para efeitos legais; trata-se, portanto, de uma exceção; vide Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 354-358. Trata-se de uma distinção que não relevância legal atual, a não ser para efeitos do art 1323º, n.º4 do CC. Ainda Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 39 e ss..

A culpa pode assumir uma de duas formas, consoante a "medida" da culpa: o dolo ou a negligência, com reduzida relevância neste domínio, apenas no que respeita ao prazo de prescrição da responsabilidade contratual do intermediário financeiro, que será de dois anos, contados a partir do conhecimento, pelo cliente, da celebração do negócio prejudicial, caso este não atue com culpa grave; se atuar, no âmbito da responsabilidade obrigacional do intermediário financeiro, valerá o prazo de prescrição ordinária de 20 anos. Na verdade, no próprio regime geral da responsabilidade civil, o relevo desta distinção cinge-se apenas aos casos em que se exige dolo a fundamentar a obrigação de indemnizar (arts. 814º/1 e 1681º/1 do CC) ou em que se permite a redução da indemnização, com base na equidade, quando o agente atue com mera culpa. Ex vide art. 324º do CVM; cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 567 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 578-590. *Grosso modo,* o dolo consiste na flagrante e manifesta intenção de infligir, com a adoção de certa conduta, um dano; a negligência a "violação de um dever objetivo de cuidado", a falta de diligência ou de prudência; vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 237 e ss.; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 380-388; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 578-590; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp- 471-474. No fundo, o dolo é a forma mais grave de culpa, onde está patente uma maior censura, não obstante as diferentes formas de dolo existente: dolo eventual, dolo necessário e dolo direto. Sobre isto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 569 e ss., 572-574, 575-583; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 301-308; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 347-350; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 578-590; Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 64-80.

Ora, esta maior diligência assacada e exigida ao intermediário financeiro tem determinado a inclusão do seu erro, em sentido técnico-jurídico, numa conduta negligente que adote. A negligência é, no entanto, a par do dolo, uma das formas de culpa, que, por sua vez, postula, como visto, um juízo de censura, inexistente no erro, este representação errada de uma certa realidade. Dizem, assim, alguns autores, que tal corresponde a uma objetivação da culpa do intermediário financeiro[214]. Não julgamos que seja de admitir tal premissa sem mais, uma vez que o erro do intermediário financeiro pode ser não desculpável ou ser censurável, considerações que elevam a questão para o plano da culpa, com todas as implicações, designadamente a nível da maior diligência que tal pressupõe. Deste modo, não nos faz confusão incluir o erro censurável do intermediário financeiro na negligência ou culpa deste: no fim de contas, não deixa de adotar um comportamento culposo, "sancionado" pelo ordenamento jurídico, posto é que sejam cumpridos os demais pressupostos da responsabilidade civil, designadamente a ilicitude.

Assim, embora se presuma, como veremos, a culpa do intermediário financeiro enquanto agente, tanto não significa que a sua responsabilidade dispensa a necessidade de a sua atuação ter sido culposa e se "expurga" a mesma do campo da responsabilidade subjetiva, já que o dever de indemnizar eventualmente assacado ao intermediário financeiro será afirmado com base na sua culpa, que, contudo, se presume, algo com consequência em termos do ónus da prova deste pressuposto, infra explicitado.

[214] Sobre isto, Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, ob. cit., pp.272-273.

2.3.2. O significado da consagração da presunção de culpa do art. 304ºA/2 do CVM e o modelo da "*faute*"

Nos termos do art. 304ºA/2 do CVM, presume-se a culpa do intermediário financeiro quando a lesão imputada a este tenha lugar no âmbito pré-contratual ou contratual, ou corresponda, "em qualquer caso", à violação de deveres de informação pelo intermediário financeiro, cuja culpa sempre se presumirá. Essa presunção determina a inversão do ónus da prova da culpa, pelo disposto no art. 350º do CC[215]: ou seja, postergando o disposto no art. 342º/1 do CC, deixa de ser ao investidor lesado, que se arroga e invoca o direito à indemnização, a quem incumbe fazer prova da culpa do intermediário financeiro enquanto pressuposto da responsabilidade civil. Será, então, o intermediário financeiro, por ser ele contra quem vale a presunção, que haverá que provar a não verificação do facto a que a mesma conduz, ou seja, que não teve culpa[216], de tal modo que, se o intermediário financeiro não lograr a prova de que o seu comportamento não era subjetivamente censurável, se dará como provada a sua culpa, por não afastada esta presunção[217].

A consagração levanta uma problemática, fruto da visão de autores que, no que respeita ao modelo imputacional previsto na lei portuguesa, reconhecem nela um regime híbrido: na responsabilidade extracontratual, um modelo semelhante ao da pandetística germânica, que concebe a ilicitude e a culpa como dois pressupostos autónomos e distintos (da responsabilidade civil), e, na responsabilidade obrigacional, bem como nos demais casos onde se presume a culpa do agente[218], um modelo que alinha pela *faute* do direito francês[219],

---

[215] António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 471-474.
[216] Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 333-334: quanto ao não cumprimento caberá ao devedor demonstrar que cumpriu, i.e., a existência de um facto extintivo do direito a ser ressarcido, a que o credor se arroga em juízo.
[217] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 589 e ss.. Também nos arts. 1218º e 1256º do Código de Seabra se presumia a culpa do devedor, algo que se explica pela circunstância de o devedor melhor conhecer e melhor estar em condições de explicar os motivos que tornam a sua falta de cumprimento não censurável e que o exoneram de responsabilidade contratual. Assim, Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 120-131, Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 13-30, 80 e ss..
[218] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 87 e ss., 93 e ss., 101-102; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 318, 322-325. São outras presunções de culpa aquela relativa à responsabilidade pelos atos dos naturalmente "incapazes", por quem tivesse o dever de os vigiar; outra referente à responsabilidade do proprietário ou do possuidor pelos danos causados pela ruína dos edifícios ou obras.
[219] Ex vide art. 1240º do *Code Civil*.

em que ilicitude e culpa se fundem num único pressuposto[220], numa cláusula geral imputacional, de nota marcadamente atípica, quando comparada com o modelo alemão de Ihering. Destarte, afirmam estes autores, nestas circunstâncias, por a culpa não ser pensada sem a ilicitude, a presunção de culpa será também uma presunção de ilicitude e/ou nexo de causalidade[221].

Todavia, este entendimento não é incontestado e não deixamos de lhe tecer críticas, dado que, sabemos, a ilicitude constitui um juízo de censura objetiva, relativo à contrariedade objetiva ao Direito da conduta do agente e a culpa um juízo de censura subjetiva, à conduta daquele cuja atuação é contrária ao Direito e que podia e devia ter atuado de outra forma[222]. Ora, o intermediário financeiro, leia-se, o agente, que adota um comportamento antijurídico (ilícito) não atuará necessariamente com culpa, pois pode dar-se o caso de não ter podido nem devido atuar de outro modo[223]. Constituem, pois, requisitos distintos da responsabilidade civil, como aliás, resulta das regras da interpretação das normas

---

[220] Cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 362-372; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 228 e ss; sendo estes pressupostos apreciados de forma una. Este modelo de responsabilidade civil assente num único requisito, a *faute*, conceito elaborado por Jean Domat, foi acolhido no Código Napoleónico, pelo menos para a responsabilidade extracontratual e, embora não se preveja assim, é aplicável pelo julgador à responsabilidade contratual: trata-se de um conceito indeterminado, que permite a resposta a inúmeras situações, sem prejuízo da dificuldade na sua concretização. Ainda, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 87 e ss., 93 e ss., 99-102: a *faute* parece abranger o facto lesivo, a ilicitude e a imputabilidade, circunscrevendo a indemnização de acordo com critérios gizados pela jurisprudência e pela doutrina, como o "nexo de causalidade e o caráter indireto e não certo do dano"). Quanto a isto, cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 139 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 318-325, 335-342. É praticamente impossível apontar uma noção precisa e delimitada, porque será sempre duvidosa. David JACOTOT, "Le principle de précaution et le reinforcement de l'action en responsabilité pour faute", in *Revue Juridique de droit de l'environnment*, N.º4/2000, N.º Specie, S.F.D.E., Limoges, pp. 95-99; perante a ação ou omissão concreta o tribunal verificará e julgará se constitui uma conduta capaz de se subsumir à antijuridicidade, por constituir a preterição de uma norma jurídica ou de deveres de prevenção – até mesmo a preterição de regras não jurídicas, algo questionável; Philippe BRUN, *Responsabilité Civile Extracontratuelle*, 2.ª Edição, Litec. Lexis Nexis, Paris, 2009, pp. 181-205; Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 42-48.

[221] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 416 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, pp. 380-388, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, ob. cit., pp. 389-391. Para mais considerações; António MENEZES CORDEIRO, "Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade", in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 26.

[222] Assim, João de Matos ANTUNES VARELA, Das Obrigações em Geral, Vol. I, ob. cit., pp. 585-589. Como nós, Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 315-336.

[223] Assim, João de Matos ANTUNES VARELA, Das Obrigações em Geral, Vol. I, ob. cit., pp. 585-589. Como nós, Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 345 e ss., Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, ob. cit., pp. 315-336.

que consagram esta presunção. Nos termos do art. 9/º3 do CC, devemos pressupor que, na reconstrução do pensamento legislativo, o legislador se exprimiu da melhor forma e consagrou a melhor e a mais correta solução. Ora, nestas presunções, não existe qualquer elemento literal que nos induza na aceitação de um modelo imputacional que, logo nos arts. 483º e ss. do CC, o legislador rejeitou, sobretudo quando essa solução é a que menos se coaduna com a responsabilidade enquanto restrição à liberdade da pessoa humana, dado que esta (liberdade) apenas deve ser coartada na medida do necessário e em certas situações, tão típicas quanto possível, e que uma cláusula geral torna difícil recortar[224].

Assim definidas a ilicitude e a culpa, o lesado, em juízo, tem de demostrar apenas a verificação do dano ou prejuízo. A partir dessa prova, extrair-se-á uma presunção de ilicitude e dar-se-á como preenchido este requisito da responsabilidade civil, se o lesante não afastar essa presunção, por prova de uma causa de justificação ou de não adoção daquele comportamento. Deste modo, vigora, entre nós, uma visão da ilicitude do resultado, defendida, mesmo por quem defende a *faute*, não obstante a emergência da doutrina da ilicitude da conduta, que não defendemos e que não se coaduna com esse entendimento híbrido[225] [226].

Deste modo, salvo o devido respeito pela posição contrária, há que proscrever semelhante entendimento: ilicitude e culpa são pressupostos autónomos, como resulta dos dados do nosso sistema jurídico, uno e coerente, que consagra a ilicitude do resultado. Se

---

[224] Sobre isto, João BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, ob. cit., pp. 55-59; Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 13-30. Cfr. António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 291 e ss., 301-308, 309-315, 362-372; Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, ob. cit., pp. 667-682; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual*, ob. cit., pp. 108-113, 122 e ss.: pensamos que a defesa da *faute* como pressuposto da responsabildiade civil resulta de uma confusão histórica, uma vez que, na origem romana deste instituto, não se distinguia entre ilicitude e culpa, numa ausência de diferenciação que marcou também o pensamento de autores jusnaturalistas e jusracionalistas, como Grócio e Pufendorf e só um posterior estudo e construção dogmática permitiu a formulação dos pressupostos da responsabilidade civil como atualmente os conhecemos, depurando-os na sua fonte. A existência de dois modelos deve-se a distintas correntes filosóficas e jurídicas, com influência nos ordenamentos jurídicos associados a cada um deles. Assim, os princípios daqueles autores foram acolhidos nas codificações racionalistas da altura que, referindo-se à violação de um dever, não destrinçavam entre a culpa e a ilicitude. Diferentemente, o BGB, com o contributo de Ihering, propugna por essa distinção, que inspirou o Direito pátrio, onde observamos dois filtros distintos da existência do dever de indemnizar.

[225] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 203-206, que encontra, todavia, na ilicitude do resultado o binómio desvalor da conduta e desvalor do resultado, salientando que, não obstante a ilicitude do resultado, o Direito sempre censura comportamentos.

[226] Apud Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 300-307.

assim não fosse, não se compreenderia que o art. 70º/2 do CC permitisse a aplicação de medidas preventivas da violação de direitos de personalidade, e o art. 337º do CC, a legítima defesa contra uma ameaça ilícita e, portanto, excluíssem aí a ilicitude, sem remeter para qualquer juízo subjetivo, semelhante aos dos autores que defendem a ilicitude da conduta. Não há, pois, lugar para o modelo da *faute* no nosso sistema jurídico, em qualquer modalidade de responsabilidade[227].

A opção por um conceito indeterminado ou por uma cláusula geral marcadamente atípica propugnaria pela inversão ou maior desvalorização da segurança e certezas jurídicas, vetores e valores do Direito que um legislador que adota um modelo imputacional semelhante ao do BGB, no que à ilicitude concerne, parece ter em mente, pelas vantagens que apresenta. Com efeito, um modelo imputacional mais atípico, como o da *faute*, redundaria numa concretização mais difícil pelo julgador, com eventual prejuízo para a estabilidade e as expectativas dos membros da comunidade jurídica, a que o Direito não é alheio e não se pode abster de tutelar[228].

Consequentemente, a culpa será sempre aferida em relação a uma conduta que, de antemão, é ilícita, cabendo, posteriormente, indagar se é também culposa, quer na responsabilidade extracontratual, quer na responsabilidade contratual. Destarte, a presunção do art. 304ºA/2 do CVM é uma mera presunção de culpa, não também de ilicitude nem de nexo de causalidade, e, em juízo, implica somente a inversão do ónus da prova da culpa, como explanado[229]. Portanto, caberá ao intermediário financeiro provar que a preterição ilícita daqueles deveres de informação não é censurável subjetivamente, pois, do ponto de

---

[227] Quanto a estas considerações, cfr. Filipe ALBUQUERQUE MATOS, "Ilicitude extracontratual (umas breves notas)", ob. cit., pp. 17-22; e Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 300-307, que parece defender um meio termos destas doutrinas. Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabildiade civil", ob. cit., p. 135, no n.º3 do art. 1º, que propõe, quanto à estatuição da responsabilidade civil, alinha também pela ilicitude do resultado e, portanto, considera culpa e ilicitude pressupostos distintos.

[228] Ainda que o defendam, tanto reconhecem, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 327-334, 343-346, 362-372; Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", ob. cit., pp. 43-45, 64 e ss..

[229] No que ao nexo de causalidade respeita, note-se, no entanto, a presunção, defendida no ordenamento jurídico alemão, de que, se houvesse lugar ao conveniente e regular cumprimento dos deveres de informação, o cliente-investidor atuaria em conformidade com o que postulava essa informação e que, entre nós, foi acolhido de certa forma pelo Acórdão do STJ, de 06/11/2012, Processo N.º 4068/06.8TBCSC.L1.S1, não isenta de críticas e suscita inúmeras dúvidas quanto ao seu valor probatório, ao se podendo considerar mais que uma "presunção *hominis*, fundadas em regras da experiência", como veremos, cfr. José FERREIRA GOMES e Diogo COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, ob. cit., pp. 230-232.

vista do profissional mais diligente, hábil e competente, não podia nem devia ter atuado de outra forma[230].

Beneficia, então, o cliente-investidor da circunstância de, não lograda essa prova, se dar como assente a culpa do intermediário, algo frequente, atento o elevado padrão de diligência, que torna mais fácil exonerar-se da sua responsabilidade mediante a prova do cumprimento dos seus deveres informativos ou da verificação de uma causa de justificação, que dizem respeito, precisamente, ao afastamento do pressuposto da ilicitude e não da culpa.

No entanto, afiguram-se casos em que se afastará a presunção de culpa: quando o não cumprimento desses deveres seja imputável ao cliente-investidor que, enquanto credor, não coopere e colabore com o intermediário financeiro, devedor, e não preste todas as informações sobre o seu grau de conhecimento ou de experiência, necessárias para o intermediário financeiro cumprir os seus deveres[231].

Mas também se pode dever, eventualmente, a facto de terceiro que atue no mercado, bem como a caso fortuito ou de força maior[232], v.g., crises financeiras provocadas por eventos absolutamente surpreendentes, flutuações inesperadas e imprevisíveis das variáveis de mercado de que depende certo investimento: foi o caso de inúmeros instrumentos financeiros que, perspetivados como totalmente seguros, designadamente por serem garantidos por ativos de risco praticamente nulo (*AAA backed securities*), foram atingidos também pela crise do *subprime*, sem que nada, nem ninguém, mesmo mais atento, assim adivinhasse, por causa do *leverage* em que muitas das transações e ativos assentavam, esquecendo o risco em que incorriam com tanto[233].

---

[230] Cfr. Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", ob. cit., pp. 13-30.

[231] O próprio investidor pode ter contribuído para a preterição desses deveres de informação, designadamente ao obstar que o intermediário financeiro reunisse todos os dados que lhe permitiriam traçar o seu perfil concreto e devidamente informá-lo.

[232] São estas as de incumprimento ou, melhor, impossibilidade não imputável ao devedor, que o exoneram de responsabilidade. São eventos a que o devedor, empregando a diligência que a lei concretamente lhe exigida – e que aqui será em maior medido – não consegue obstar e cuja concretização inviabiliza a realizaçao da prestação, tornando o cumprimento impossível. Ao caso de força maior é, normalmente, associada a característica de inevitabilidade e ao caso fortuito a de imprevisibilidade, já que o primeiro, embora previsível, é inevitável, pois não se pode obstar ou impedir a sua concretização e efeitos, enquanto que o segundo não era previsível, de tal modo que, se o fosse, a ele obstar-se-ia, empregando a diligência exigida. Quanto a isto, cfr. Manuel de ANDRADE, *Teoria geral das obrigações*, I, ob. cit., pp. 415-418.

[233] No entanto, serão residuais estes casos, que, em grande medida, constituem fundamento de resolução ou modificação dos contratos por alteração superveniente das circunstâncias.

Quanto a facto de terceiro, tratamos apenas da responsabilidade do intermediário financeiro, sem atender à eventual responsabilidade civil de outros agentes, como os organismos de regulação e supervisão e dos demais sujeitos, como os emitentes, que, todavia, não será de excluir nos termos gerais, com a ressalva das especificidades encontradas na lei mobiliária, como da responsabilidade pelo prospeto[234].

Nestes termos, atento o (maior) grau de diligência que lhe é exigido, o intermediário financeiro agiu em conformidade e sem culpa se empreendeu, empregou e adotou todas as medidas para se certificar da fiabilidade e correção da informação prestada, de que possuía a informação necessária e suficiente para bem e devidamente informar o cliente-investidor, não se tendo bastado com a informação disponibilizada pelo emitente ou investidor que oferece o produto financeiro em causa, mas recorreu ainda a relatórios de auditores ou de agências de notação de risco, aos dados publicitados através da CMVM, e analisou indicadores de mercado que lhe permitiram a ele próprio tirar uma conclusão, como o VaR (*variance* ou *value at risk*), medida do risco de um instrumento financeiro, e os testes de *stress*, que põem à prova as vulnerabilidades das instituições financeiras em situações de crise, não se limitando a olhar para os retornos anteriores e suas variações de um instrumento financeiro ou de um emitente, com as suas interconexões com os demais agentes de mercado. Aliás, é seu dever saber os produtos financeiros e respetivas características, que oferece ao cliente-investidor. Deve, pois, adotar todos os meios, esforços e diligências necessários e que lhe podem ser exigidos, de modo a que nada lhe possa ser apontado ou assacado por aqueles que, afinal, lhes confiam as suas poupanças. Só assim pode cumprir o seu dever de adequação e agir no interesse dos seus clientes, um dos princípios e deveres fundamentais de conduta neste âmbito: deve aferir se, em face do concreto perfil do cliente, suas perspetivas de rendimento e objetivos, certa operação e certo instrumento financeiro se revela adequado, compatível com os mesmos[235].

---

[234] Quanto à responsabilidade de terceiro, que não o intermediário financeiro, limitados na nossa exposição e porque, verdadeiramente, não se reconduzem à preterição dos deveres de informação do intermediário, mas dos seus próprios deveres, não atenderemos de forma desenvolta. No entanto, tanto quanto possível, fazendo os maiores esforços nesse sentido, o intermediário financeiro deve sempre assegurar-se que a informação fornecida é fiável, sob pena de incorrer em culpa e no incumprimento desses deveres.

[235] Sobre o dever de adequação, cfr. Rui POLÓNIA, *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, ob. cit., pp. 112-115: a distinguir entre dever de adequação de meios e dever de adequação relativo aos investidores; Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros", ob. cit., pp. 299-300, 310-314; Alessio M. PACCES, "Financial intermediation in the security markets law and economics of conduct of business regulation", ob. cit., pp. 487-489. Trata-se de um dever que,

Nesta hipótese, afastar-se-á a culpa do intermediário financeiro e, portando, o dever de indemnizar que sobre ele impede, ou, pelo menos, suavizar-se-á este, pois, na medida em que se conclua que este atuou com mera culpa ou negligência, talvez tanto seja fundamento de uma diminuição da indemnização, que não corresponderá, então, ao valor do dano, designadamente nos termos do art. 494º do CC, a remeter para as "demais circunstâncias do caso".

2.4. O Nexo de Causalidade e a Relevância Negativa da Causa Virtual como Exclusão do Dever de Indemnizar

Um sujeito apenas será responsável se verificado um outro pressuposto, o nexo de causalidade (arts. 563º e 798º do CC), e, bem assim, o intermediário financeiro apenas deverá indemnizar os danos "causados em consequência" da preterição dos seus deveres de conduta (art. 304ºA/1 do CVM), ou seja, que apresentam com ela um nexo de causalidade.

Este apresenta-se como a ligação entre a conduta ilícita e culposa do agente e os danos por ela causados, que não meramente sequencial ou temporal e permite definir quais os danos a ressarcir, uma vez que apenas esses foram causados pela sua conduta e, nos termos da lei, apenas por eles responde. Deste modo, o intermediário financeiro não indemnizará todos os danos causados ao cliente-investidor: apenas aqueles a que deu causa com a preterição ilícita e culposa dos deveres que lhe incumbiam e que não teriam ocorrido se o intermediário financeiro tivesse cumprido os mesmos. Não se quer, portanto, que a indemnização seja uma garantia do lesado contra riscos a que naturalmente está sujeito e que sempre se poderão concretizar, bem como contra factos de extraordinária ocorrência[236].

---

decorrência da posição fiduciária assumida pelo intermediário financeiro, evita a tomada de decisões de investimento prejudiciais ao concreto cliente-investidor e, consequentemente, protege o mesmo, *ex vide* arts. 314º e ss. do CVM. Ainda António BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II", in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 1, 2019, N.º 1, pp. 69-71, 74-75; António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 306-314.

[236] Quanto a isto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 617 e ss., 879, 888 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 530-550; Muriel FABRE-MAGNAR, *Droit des obligations*, Vol. II, Thémis, Presses universitaires de France, Paris, 2010, p. 167.

Classicamente, não se tem salientando a sua "natureza binária" do nexo de causalidade, que a sindicância e a aplicação do mesmo na prática judiciária impõe, Cumpre, pois, distinguir entre "causalidade fundamentadora da responsabilidade" (*haftungsbegründende Kausalität*) e "causalidade preenchedora da responsabilidade" (*haftungsaisfülende Kausalität*), já que apenas a primeira é requisito da afirmação da responsabilidade civil do agente e a segunda constitui uma medida do quantum indemnizatório, que pressupõe aquela "primeira causalidade": visa o cálculo do montante dos danos que o lesante deverá ressarcir, circunscritos àqueles que derivaram e foram causados pelo comportamento do lesante[237].

Entre nós, o nexo de causalidade tem sido preenchido nos termos da doutrina da causalidade adequada, como o aplica a jurisprudência, sem prejuízo da emergência de outras doutrinas, a substituir aquela ou a corrigi-la; não existe uma fórmula matemática e completamente satisfatória de aferição: qualquer conceção apresenta pontos fracos. Apenas podemos eleger a "menos má", não obstante as críticas que lhe são tecidas.

Destarte, distinguindo-se entre causa e condição, já que não é toda a condição que se assume como causa do dano, esta terá de revestir certas características e assumir uma importância preponderante na produção do dano. Logo, averiguar-se-á se a violação dos deveres de informação a cargo do intermediário financeiro (facto lesivo) é condição do dano, i.e., um evento sem o qual este não se teria produzido[238]. Sendo-o, num segundo momento,

---

[237] Cfr. sobretudo Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 249-254; Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil*, Coimbra Editora, Coimbra, 1950, pp. 157 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, 1.ªEdição, Princípia, Cascais, 2014, pp. 9 e ss., 30-25, 55-69. Ainda, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 530-550; Mafalda MIRANDA BARBOSA, "Haftungsbegründende kausalität e haftungsausfüllende kausalität/Causalidade fundamentadora e causalidade preenchedora da responsabilidade", in *Revista da Faculdade de Direito e Ciência* Política, Universidade Lusófona do Porto, N.º10, 2017, pp. 14-24. Vide ainda Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 924 e ss.. Como nós, Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 605-606; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit, pp. 624 e ss..

[238] Trata-se ainda de um resquício da teoria da mera condicionalidade, da *conditio sine qua non*, ou das condições equivalentes, nos termos da qual será causa o evento sem o qual o dano não se teria verificado, numa apreciação retroativa, considerando-se assim todos aqueles sem os quais o dano não se verificaria naquela configuração. Sobre esta teoria, cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 881 e ss.; Muriel FABRE-MAGNAR, *Droit des obligations*, Vol. II, ob. cit., pp. 168-169; António MENEZES CORDEIRO, "Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade", ob. cit., p. 27; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 655 e ss.; Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil*, ob. cit.,

determina-se se ele é também causa adequada do mesmo, se se mostra, não apenas em concreto, mas também em abstrato, no curso normal ou ordinário dos acontecimentos da vida, capaz ou apto a produzir o tipo ou a categoria de danos ocorridos. A apreciação desta aptidão pode ser efetuada de acordo com uma de duas formulações: uma positiva – o tipo de prejuízo é consequência "norma e típica", possível ou provável do tipo de facto praticado pelo agente – e uma negativa – esse tipo de facto não se assume indiferente para a produção daquele tipo de dano, de tal modo que o dano concreto provavelmente não ocorreria sem a sua verificação, não sendo só desencadeado por eventos extraordinários, mas por assim postular o entendimento comum do curso normal dos acontecimentos da vida, ainda que o facto não seja bastante para o produzir. É esta formulação acolhida entre nós, no art. 563º do CC e no ordenamento jurídico em geral, afetando, então, a aferição do nexo de causalidade no âmbito da responsabilidade civil do intermediário financeiro, no qual se exige que os prejuízos sofridos pelo cliente-investidor encontrem causa adequada na preterição dos deveres de informação, na medida em que, em concreto e em abstrato, se possa afirmar que os danos são consequência provável dessa preterição, apta ou capaz de os produzir, dado que não são indiferentes a essa produção, segundo o curso normal dos acontecimentos da vida[239].

---

pp. 121-122, 129-130; Adriano VAZ SERRA, "Obrigação de indemnização: colocação, fontes, nexo causal, extensão, espécies de indemnização: direito de abstenção e direito de remoção", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 84, Março de 1959, Ministério da Justiça, Lisboa, pp. 22-33; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 811 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 530-550; Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar,* Vol. I, ob. cit., pp. 142-144, a darem conta das críticas a esta teoria, não obstante ser já um limite ao dever de indemnizar, e de outras doutrinas, como a da última condição (esta adotada em Itália e em França), da condição mais eficiente ou da interrupção do nexo causal.

[239] Sobre isto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 811 e ss., 889-898, 900-901; Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar,* Vol. I, ob. cit., pp. 143-144; Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 123-126, 137-138, 154-157; Adriano VAZ SERRA, "Obrigação de indemnização: colocação, fontes, nexo causal, extensão, espécies de indemnização: direito de abstenção e direito de remoção", ob. cit., pp. 22-33; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 530-550; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., p. 261; Paulo Mota Pinto, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. II, ob. cit., pp. 930 e ss., Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos,* ob. cit., pp. 660 e ss..

São tecidas críticas a estas teorias: há quem argumente que postula raciocínios probabilísticos, que não se coadunam com a teleologia normativa do Direito e acabam por omitir a resposta a muitas interrogações, ao mesmo tempo que deixam de olhar para o comportamento humano como "livre e responsável", cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil,* ob. cit., pp. 261 a 262; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo,* Vol. II, ob. cit., pp. 930 e ss.. Para Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade,* ob. cit. pp. 20-21, esta teoria leva a um objetivismo extremo, ao remeter para teorias matemáticas, científicas ou de outra racionalidade, que traduzam uma probabilidade, ou, então, num subjetivismo excessivo.

Cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 901 – 903. Paulo Mota Pinto, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo,* Vol. II, ob. cit., pp. 930 e ss.;

Ora, sem prejuízo de uma aferição em concreto, torna-se facilmente percetível que o não fornecimento de todos os dados necessários, de dados errados ou o atraso em fornecer os dados corretos e suficientes, pelo intermediário financeiro, quanto ao risco de um produto financeiro ou de uma transação, tem como consequência provável, possível ou típica, o prejuízo do investidor na celebração do negócio, sendo esse tipo de conduta, de preterição de deveres de informação, apta ou idónea a causar esse tipo de danos, uma vez que a mesma, traduzida na disponibilização de factos que, trazidos ao conhecimento do investidor,

---

António MENEZES CORDEIRO, "Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade", ob. cit., p. 30; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 530-550: os danos serão provocados pela conduta do agente se produzidos nos bens e interesses protegidos pela norma infringida. É uma doutrina que tem vindo a ganhar relevo, timidamente acolhida nos acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça, de 17 de Abril de 2007 e de 25 de Setembro de 2007, respetivamente Processos N.ºs 07A701 e 07A2206: assim, alguns Autores aderiram a uma perspetiva normativa da causalidade, numa tarefa que passaria pela aferição da norma ou contrato infringidos, para verificar se aqueles cujos interesses se visava tutelar e proteger e quais os danos a que se queria obstar (teoria do escopo da norma violada). Destarte, haveria que interpretar a normas e as estipulações negociais, para perceber se os danos verificados e produzidos eram resultado da lesão que estes se destinavam a tutelar, dado que só assim pertenceriam ao círculo de danos a ser ressarcido pelo agente ou pelo devedor. No entanto, a indeterminação a ela subjacente, faz com que o seu acolhimento seja parco e é preferível adotá-la como forma de corrigir os resultados a que a doutrina da causalidade adequada nos conduz, ao invés de a substituir totalmente e, deste modo, dirimir as suas fragilidades, como defende Paulo MOTA PINTO.

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, ob. cit., pp. 23 e ss., que considera que todos estes argumentos nos incentivam a abandonar uma perspetiva causalista por um perspetiva imputacional, i.e., passando a olhar-se para o nexo de causalidade como um nexo de imputação; vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 276 e ss. e também Muriel FABRE-MAGNAR, *Droit des obligations*, Vol. II, ob. cit., p. 169. Assim, para Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, ob. cit., pp. 23 e ss., 35 e ss., 38 e ss., 43 e ss., 58-59: a imputação objetiva da conduta ao agente passa pela edificação de uma esfera de risco, encabeçada pelo lesante e por ele assumida nas relações da vida, que não se confunde, desde logo, com a culpa, embora possa haver coincidência, na medida ambas (culpa e imputação objetiva) poderão, eventualmente, afirmar-se com base na inobservância de deveres de cuidado, uma das formas de culpa, como já referimos; vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Do nexo de causalidade ao nexo de imputação: contributos para a compreensão da natureza binária e personalística do requisito causal ao nível da responsabilidade civil extracontratual*, Princípia, Cascais, 2013, p. 897 e ss.. Essa esfera de risco impõe a necessidade de observar deveres de cuidado, respeito e segurança, para com o outro, abstendo-se de o lesar (esfera de risco do lesante) e será cotejada com outras esferas de risco: a do lesado, de terceiro e a do risco geral da vida, cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, ob. cit., p.119. Nota a Autora - Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Do nexo de causalidade ao nexo de imputação: contributos para a compreensão da natureza binária e personalística do requisito causal ao nível da responsabilidade civil extracontratual*, ob, cit., p. 900, que existem casos em que, atentas as funções e as qualidades de certos sujeitos, adstritos e especiais e rigorosos cuidados e deveres, a sua esfera de risco se define *a priori*, como será o caso do intermediário financeiro. Por outro lado, existem prejuízos que o lesado sofre e que são "imputáveis" à sua esfera de risco, não devendo ser ressarcidos pelo lesante, a não ser que, de acordo com o critério da provocação, sem esquecer as críticas a ele tecidas, o agente tenha influenciado o lesado a agir de forma a sofrer esse dano, não se comportando o homem médio de uma forma diferente - Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, ob. cit., pp. 163 e ss., 171 e ss.. Note-se que, por força da perspetiva imputacional, que briga a considerar a emergência da esfera de risco/responsabilidade encabeçada pelo agente e cotejada com as esferas de risco do lesante, de eventuais terceiros e do risco geral da vida, a problemática da relevância negativa da causa virtual não se coloca.

permitir-lhe-ia tomar uma decisão esclarecida e racional, designadamente, de não investimento.

Com efeito, para nós, nos termos do art. 304ºA/2 do CVM, não existe, nem se presume a *faute* ou o nexo de causalidade[240] e, como defende a jurisprudência[241], impõe-se ao lesado ou credor lograr a prova, ainda que diabólica, do nexo de causalidade, enquanto facto constitutivo do seu direito à indemnização e pressuposto da responsabilidade civil, cabendo, então, ao cliente-investidor fazer prova, em juízo, deste[242]. O contrário representaria uma grave subversão dos postulados do instituto da responsabilidade civil, que não determina que sempre que alguém sofra um prejuízo caiba a outrem que não o lesado suportá-lo, mas apenas nos casos em que se verifiquem os pressupostos que determinam e que justificam que aquele que os causou ou terceiro os suporte[243]. Contudo, estas considerações não precludem que, na esteira do BGH, lancemos mão das regras da experiência para admitir que, se houvesse lugar ao conveniente e regular cumprimento dos deveres de informação, o cliente-investidor atuaria em conformidade com o que postulava essa informação: não se trata de uma presunção do nexo de causalidade, mas, sim, de uma linha de pensamento, fundada nas regras do curso normal dos acontecimentos da vida, segundo a qual, razoavelmente, se presume que, à partida, o cliente-investidor atuaria em conformidade com essa informação – correta, suficiente e necessária -, fornecida pelo intermediário financeiro e tomaria o curso de ação que a mesma recomendava, em abstrato, não excluindo que o investidor possa atuar de forma irracional, excessivamente confiante, pelo que não se dispensa uma sindicância em concreto; é apenas uma "presunção de

[240] Algo que, para alguns, melhor prosseguiria as exigências de Justiça material aqui inerentes e traria um maior equilíbrio entre as partes, cfr. António MENEZES CORDEIRO, "Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade", ob. cit., pp. 40 e ss.; Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Clien*te, ob. cit., pp. 222 e ss., presume a causalidade, mas não a ilicitude a partir de tal presunção. De qualquer modo, não é esta a posição por nós adotada.

[241] Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça, de 7 de Fevereiro de 2019, Processo N.º 31/17.1T8PVZ.P1.S1 e de 14 de Março de 2019, Processo N.º 2547/16.8T8LRA.C2.S1.

[242] Nos termos gerais do art. 342º do CC; cfr. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, ob. cit., p. 297. Cfr. ainda, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, ob. cit., pp. 195-197, que considera que bastaria a prova da existência de uma esfera de risco edificada pela inobservância dos deveres de informação do intermediário financeiro e a recondução do dano a essa esfera de risco, pois é um dos tipos de dano que radiam desta e que constituem a sua concretização.

[243] José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro – alguns aspectos", ob. cit., p. 48.

comportamento conforme à informação"[244], que nos pode auxiliar na verificação do requisito do nexo causal.

2.4.1. Da exclusão da relevância negativa da causa virtual[245]

A alusão ao nexo de causalidade enquanto pressuposto da responsabilidade civil leva-nos a deparar com a questão da relevância negativa da causa virtual, sobretudo quando se recorda a consagração de uma presunção de culpa neste domínio. *Quid iuris* se, apesar do intermediário financeiro não cumprir os seus deveres de informação, o cliente-investidor for um sujeito irracional, demasiado otimista, errático, que sempre atua em desconformidade com o recomendado? E se se tiverem verificado circunstâncias que sempre provocariam o dano, independentemente desse cumprimento, por causa de variáveis do mercado ou de factos de terceiros?

Na vida, um dano pode resultar do cruzamento de vários eventos ou causas, de pessoas distintas, naquilo que se designa "concorrência de causas do mesmo dano", uma comparticipação em sentido amplo, a abranger, para além do concurso real ou virtual de causas, colaboração na forma de instigação, auxílio ou cumplicidade [246].

Ora, a causalidade virtual insere-se na concorrência de causas, onde um processo causal se tornou efetivo e provocou o dano, ao passo que outro não teve qualquer eficácia causal nem o provocou (causa virtual), mas tê-lo-ia feito se não fosse aquele primeiro processo (causa real), que obsta ao estabelecimento e à afirmação da eficácia causal da causa virtual, ao interferir, de alguma forma, no desenrolar dessa série causal virtual. Quando nos referimos aqui à causalidade virtual pressupomos o problema da sua relevância negativa (*überholende kausalität* ou *verdrängende kausalität*), i.e., se esse evento exonera o

---

[244] O paradigmático caso "Bastel – Wettbewerb II", de 5 de Julho de 1973, vide José FERREIRA GOMES e Diogo COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, ob. cit., pp. 230-232, entre nós, acolhido de certa forma pelo Acórdão do STJ, de 06/11/2012, Processo N.º 4068/06.8TBCSC.L1.S1. A título de exemplo, cfr. Acórdãos do BGH, 05/03/2009, NJW-RR, 2009, 687 e 11/02/2014, WM, 2014, 661.

[245] Esta temática encontra-se ligada à do comportamento alternativo lícito, mas com ela não se confunde, já que a mesma consiste em saber se o agente se pode exonerar da responsabilidade que lhe é assacada se provar/invocar que o resultado teria sido o mesmo ainda que adotasse a conduta conforme ao Direito e que a norma prescreve; quanto a esta matéria não encetaremos em mais reflexões, vide Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, ob. cit., pp. 286-290.

[246] Cfr. João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 920-924.

intermediário financeiro responsável, que afasta, assim, o dever de indemnizar que sobre ele recai; e não da sua relevância positiva, de saber se uma pessoa pode ser responsável por um facto que não causou o dano, mas que o teria causado sem aquele, algo que a doutrina maioritária afasta[247].

Cumpre, em primeiro lugar delimitar o problema da relevância negativa da causa virtual: falamos de um evento que teria causado o dano, assim concretamente verificado[248], se este não tivesse sido causado por outro (causa real), que gerou a responsabilidade do intermediário financeiro, de tal modo que, sem a preterição dos deveres de informação (evento real), a causa virtual teria concretizado a sua eficácia causal, não o tendo feito porque aquela retirou o "objeto do dano da sua esfera de operância"[249].

Se a favor da relevância negativa se argumenta que a responsabilidade civil prossegue também um fim sancionador, punitivo ou preventivo, a título principal; que a série

---

[247] Quanto a estas considerações, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 618, 920 e ss., 924 e ss.; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 617 e ss.; Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil*, Almedina, Coimbra, 1998, pp. 56-57, 67-69; 103-112 Para Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", ob. cit., p. 959, salienta que nada impede que o facto seja hipotético ou virtual. A causalidade virtual não se confunde com a causalidade cumulativa, em que o dano é causado efetivamente por dois factos, ambos com eficácia causal.

[248] Cfr. Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil*, ob. cit., pp- 56-67, 67-69, 69-99: haverá que comparar o "efeito real com o efeito hipotético", para verificar se são iguais: concebendo o dano como diferença, requer-se que a diferença entre as situações patrimoniais hipotéticas e reais seja nula, atendendo a todos os fatores que assim influam.

Cfr. Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", ob. cit., pp. 956-959: a causa virtual não é causal ou eficaz em relação à produção do dano, não se confundindo esta problemática com a "causalidade complementar", em que a produção do dano conhece várias causas. Normalmente, esta problemática é remetida para a causalidade interrompida, em que um facto não provoca o dano, porque há outro que interrompe esse processo e lhe dá origem, e a causalidade alternativa-, uma vez que um facto produz o dano, mas este sempre teria sido provocado por outro, respetivamente, atinentes à relevância positiva e à relevância negativa da causa virtual. Sobre isto, Paulo MOTA PINTO, "Sobre condição e causa na responsabilidade civil (Nota a propósito do problema de causalidade da causa virtual) ", in *ARS IVDICANDI/Estudos em Homenagem ao Prof Doutor António Castanheira Neves*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 944-947, aponta que uma consideração excessiva pelo caso concreto pode, designadamente, levar-nos a olhar para factos meramente ocasionais e atribuir-lhes relevância ocasional. Assim, o Autor defende que haverá que delimitar-se as circunstâncias concretas a atender que sejam relevantes ou irrelevantes para a produção do resultado, em face do escopo normativo, podendo ainda permitir a "manipulação" deste.

[249] Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 616 – 617; Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil*, ob. cit., pp- 56-67, 67-69, 69-99; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 398-422; Paulo MOTA PINTO, "Sobre condição e causa na responsabilidade civil (Nota a propósito do problema de causalidade da causa virtual) ", ob. cit., pp. 944-947. Ainda João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 926 e ss..

causal efetiva não terá eficácia causal relativamente ao dano[250]; ou, como PEREIRA COELHO, que associa esta temática também ao (cálculo do) dano e defende que, por força da teoria da diferença, segundo a qual, como o dano a ressarcir será dado pela diferença entre a situação, hipotética, em que o lesado se encontraria se não tivesse sofrido a lesão e aquela em que ele se encontra por força da lesão, se deve atender a factos hipotéticos na determinação do lucro cessante, quer sejam eventos favoráveis, quer sejam eventos desfavoráveis, v.g. a causa virtual, que afastarão a responsabilidade do agente[251].

No entanto, o autor, aparentemente, só admite a relevância negativa quando a lei a prevê ou quando consagra um regime de responsabilidade civil mais agravado, designadamente, prescinde da culpa como requisito ou presume-a, como forma de suavizar ou de atenuar esse regime. Deste modo, nesses termos, será de admitir a relevância negativa da causa virtual, dado que, não só a medida de aferição da culpa do intermediário financeiro é mais exigente – a do diligentíssimo pai de família -, como a mesma se presume. No entanto, esta conclusão representa um entorse de um dos pilares fundamentais da aplicação e interpretação da lei: normas excecionais não admitem aplicação analógica, sendo de a rejeitar (art. 10º do CC)[252].

Ora, em regra, quando a lei admite expressamente a relevância negativa da causa virtual, fá-lo nos casos em que prevê um regime de responsabilidade civil mais pesado e gravoso, como as presunções de culpa. Tal conduziu a que um setor da doutrina afirmasse, por regra, a irrelevância negativa da causa virtual, exceto, por analogia, sempre que a lei impusesse um regime de responsabilidade civil mais gravoso, como quando consagra uma

---

[250] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 617 e ss., 929 e ss.; Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 125-127, 160-175, 175-181, 238 e ss..

[251] Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 181-186, 198-205. Quanto a isto, vide Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 617 e ss., 640 e ss.; Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 113-135, 208-222; também assim João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 926 e ss., para quem, enquadrando o problema no âmbito do cálculo da indemnização, o terceiro que causaria o evento virtual não responde pelo evento real e o lesante não se desonera, com base nele; Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", ob. cit., pp. 964-982.

[252] Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil,* ob. cit., pp. 205-218. Como ele, Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro perante o Cliente,* ob. cit., pp. 253 e ss..

presunção de culpa ou a responsabilidade objetiva do agente, ainda que não se previsse expressamente a relevância negativa da causa virtual[253].

Seria esse o caso, como já mencionado. Contudo, apenas se pode admitir a relevância negativa da causa virtual excecionalmente, quando a lei, expressamente, autorize a atender a ela para excluir a responsabilidade do lesante[254]. De facto, a causa virtual não impede que se estabeleça o nexo causal entre o facto lesivo e o dano produzido e não se concebe a causa virtual como causa de extinção do dever de indemnizar que surge no momento da prática do facto lesivo, i.e., da causa real. Raciocínio distinto será contrário aos fins que se reconhecem a este instituto, de reparação do dano sofrido e também prejudicaria a realização de uma finalidade, ainda que acessória, sancionatória-preventiva[255].

Ora, pode suceder que o intermediário financeiro não cumpra os deveres de informação a que estava obrigado e, consequentemente, o cliente-investidor realize um negócio patrimonialmente danoso. Todavia, não obstante esse incumprimento, pode também suceder que esses prejuízos sempre se verificassem por força das variáveis de mercado – índices, taxas de juro…- ou da atuação de outros sujeitos – atuamos, pois, num contexto de massificação de sujeitos. No entanto, o regime da responsabilidade civil do intermediário financeiro, não obstante consagrar uma presunção de culpa, não o exonera do dever de indemnizar, mediante a prova de uma causa virtual: não há, pois, lugar a qualquer analogia, em face de um regime mais "pesado", principalmente porque a medida da diligência exigida ao intermediário financeiro é superior à do tráfego em geral.

---

[253] Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I. ob. cit., pp. 617 e ss..

[254] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., p. 936. Não prescrevemos, de igual modo, a posição de ESSER, pp. 934-935, que só não admite a relevância da causa virtual quando houver lugar a reparação *in natura*, admitindo-a nos demais casos, atentos os postulados da teoria da diferença no cálculo da indemnização – enquanto quantia monetária a entregar pelo lesante ao lesado. Movemo-nos, pois, no sentido dos Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça, de 9 de Setembro de 2010, Processo N.º 1970/04.5TVPRT, e de 15 de Março de 2005, Processo N.º 04A4808, onde se admite apenas que a causa virtual interfira ao nível da indemnização fixada mas já não no quadro da exoneração ou exclusão da responsabilidade do agente, pois que não obsta ao estabelecimento do nexo causal e, portanto, à verificação daquele dano por força da ocorrência da causa real – um reflexo de que não se poderá prescrever totalmente a teoria da diferença, havendo que contemplar alguns desvios, cfr. Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, ob. cit., pp. 614 e ss.. Em sentido distinto, o Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 21 de Janeiro de 2014, Processo N.º 996/11.7TBPRD.P2.

[255] Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 398-422; Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I. ob. cit., pp. 614 e ss., 623 e ss..

Capítulo III

3.1. A anulação do negócio por erro ou dolo como meio (residual) de tutela do cliente-investidor

Não obstante a responsabilidade civil ser objeto principal do estudo aqui encetado, na verdade, a tutela civilística do investidor não se esgota nela. Com efeito, o fornecimento de informação insuficiente ou errada a este, tantas vezes desconhecedor e inexperiente, dependente da informação que lhe é dada, em ordem à realização de negócios jurídicos – quer do contrato de intermediação financeira, quer dos demais contratos, pode contaminar o processo da formação da sua vontade quanto a esse negócio e, deste modo, induzi-lo a realizar negócios que, consciente e livremente, não queria, incorrendo num vício da vontade[256].

Pode bem suceder que o cliente-investidor só celebre certo negócio, por crer (em certa) capacidade financeira do emitente ou de um outro terceiro em solver os seus compromissos, em certo retorno do instrumento financeiro sobre o qual incide o negócio ou porque não conhece, na realidade, o seu risco, por força da conduta do intermediário financeiro, que não lhe prestou a informação conveniente ou necessária, induzindo-o em erro

[256] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 457-460: um negócio jurídico assenta na declaração exteriorizada e na vontade negocial, internamente formada, mediante um processo psicológico, que não deve ser pautado por irregularidades, sob pena de a vontade não ser "consciente e livre" e faltar o discernimento ou liberdade exigidos nos termos do sistema jurídico. Distingue-se, todavia, dos casos em que a declaração e a vontade não coincidem; aí há uma perturbação na exteriorização de uma vontade, formada regularmente, algo que pode ser intencional (simulação, reserva mental, declaração não séria) ou não intencional (erro-obstáculo, falta de consciência da declaração, coação física ou violência absoluta). Quanto a isto, vide ainda Pedro Ávila, *Sobre as consequências da violação do Dever de Informação do Intermediário Financeiro no âmbito de um Contrato de Gestão de Carteira*, ob. cit., pp. 21 e ss.; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, 2.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 135-136; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* 8.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 573-575. Também Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 498 e ss.; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 578-579; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral,* 3.ª Edição, Manuais da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa, 1965, pp. 75-76: o vício da vontade é uma perturbação que interfere no processo psicológico de formação da vontade, que faz com que o "consentimento deixe de ser espontâneo ou esclarecido"; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo,* 1.ª Edição, Gestlegal, Coimbra, Janeiro de 2020, p. 67.

ou em dolo (vício da vontade) e, por isso, tenha celebrado um negócio verdadeiramente não desejado, que lhe causou prejuízos [257].

A consequência da existência de um vício da vontade, preenchidas as condições de relevância para tanto, será a anulabilidade do negócio jurídico celebrado com base no dolo ou no erro do declarante (arts. 287º e 288º do CC). Essa invalidade só pode ser arguida por aqueles em cujo interesse a lei a estabelece, i.e., pelo investidor que errou ou que foi enganado ou pelos seus herdeiros, até um ano após a verificação do vício, sem prejuízo de poder ser arguida, "a todo o tempo", por via de ação ou por via de exceção, até ao cumprimento do negócio, e da sua sanação por confirmação daquele que possui legitimidade para a arguir[258].

No entanto, um alerta: embora a confiança que mais prementemente marca o domínio relacional entre intermediário financeiro e cliente-investidor e o grave obstáculo na aquisição de informação para o investidor se auto-esclarecer sejam alguns dos fatores que justificam os deveres de informação que a lei impõe ao intermediário cumprir, o cliente-investidor deve, tanto quanto lhe for possível, procurar ativamente esclarecer-se ou suscitar dúvidas que eventualmente tenha, perante o intermediário financeiro, de modo que, não

---

[257] A lei prevê ainda, enquanto vícios da vontade, a coação moral, a incapacidade acidental e o estado de necessidade (art. 282º do CC). Entre nós, os vícios redibitórios – "vícios ocultos do objeto negocial" – eram englobados, ao abrigo da lei civil anterior, na problemática do erro. Atualmente, o CC refere-se a eles em inúmeras normas relativas a certos contratos (v.g. arts. 905º, 913º e 1035º do CC), que remetem para os pressupostos gerais de anulabilidade do negócio por erro ou dolo. A lei prevê ainda a coação moral, enquanto medo da concretização de uma "ameaça ilícita de um dano", destinada a obter uma declaração corresponde ao negócio, sem implicar a redução do declarante a um autómato, como a coação física. A incapacidade acidental, por seu turno, constitui uma situação transitória de "perturbação psíquica do declarante", notória, porque concretamente cognoscível para o homem médio, ou conhecida pelo declaratário. Quanto a isto, para melhores desenvolvimentos, Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 594-597; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 498 e ss., 501 e ss., 529-530, 534, 538.

[258] Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 578-579; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro*, 1.ª Edição, Principia, Cascais, Maio de 2016, pp. 122-124; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 502-521, 615 e ss.; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral*, Vol. II, ob. cit., pp. 367-386: note-se que é uma matéria dispositiva e a possibilidade de arguir a anulabilidade pode ser afastada pelas partes. A anulabilidade enquadra-se na ineficácia em sentido amplo, já que consiste também na não produção dos efeitos jurídicos associados a certo negócio jurídico, enquanto invalidade – preterição dos elementos internos de um negócio -, a par da nulidade. Um negócio anulável produzirá os seus efeitos até ser anulável e a anulabilidade estabelecida visa a prossecução de interesses privados, só podendo ser arguida por sujeitos dotados de legitimidade para tanto, não se admitindo o seu conhecimento oficioso. Admite-se a sua sanação, com o decurso do tempo (1 ano, em geral) ou por confirmação. Ao ser anulado o negócio, há lugar à repristinação das coisas ao estado anterior à conclusão do negócio e será restituído tudo aquilo que tiver sido prestado, não obstante, nos termos do art. 292º do CC, se tutelar e proteger a posição de terceiros de boa fé que sobre os mesmos bens tenham adquirido, onerosamente, direito, há mais de três anos em relação à propositura e registo da ação.

obstante o elevado padrão de conduta a este exigido[259], a sua ignorância ou desconhecimento não seja censurável do ponto de vista do homem médio, colocado na sua situação concreta, já que também ele não deixa de estar sujeito a deveres de diligência ou de cuidado, sob pena de, anulado o negócio, eventualmente responder por responsabilidade pré-contratual.

Com efeito, a cooperação no âmbito da celebração e da execução de um contrato impõe que uma parte em vantagem informe a outra de tudo o que seja importante para esta, mas, como salienta SOUSA RIBEIRO, "o dever de informação começa onde acaba o ónus de auto-informação", este, naturalmente, menos extenso quanto maior for o desconhecimento do cliente-investidor, que impõe ainda ao cliente-investidor que, com a diligência devida, procure auto-informar-se ou, pelo menos, auto-esclarecer-se. Ora, embora exista sempre um quadro de auto-informação deste sujeito, em geral, a recolha de informação por este é "demasiado gravosa ou até impossível", pelo que sempre se imporá um dever de informar e de esclarecer, pelos intermediários financeiros, cuja extensão e intensidade depende, claramente, do perfil dos clientes[260].

A referência à responsabilidade civil torna necessário articular o direito à reparação emergente daquele instituto e o direito à anulação de um negócio. Ora, nada obsta a que a indemnização e a anulação componham cumulativamente a pretensão de tutela do cliente-investidor e a lei não estabelece qualquer restrição nesse sentido, posto é que a indemnização não pressuponha a manutenção e existência do contrato anulado e embora a indemnização arbitrada para ressarcimento dos danos possa estar dependente da restituição operada por via da anulação por vício da vontade, i.e, essa restituição pode esgotar o montante de dano causado[261].

No entanto, a anulação de um negócio, quer por dolo, quer por erro, é suscetível de ser bloqueada pelo princípio da segurança jurídica: qualquer sujeito jurídico e, bem assim, qualquer investidor ou agente de mercado requer, nas transações que realiza e nas relações

---

[259] Eva Sónia MOREIRA DA SILVA, *As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo): o caso da indução negligente em erro*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 25-30.

[260] Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Responsabilidade pré-contratual: breves anotações sobre a natureza e o regime", ob. cit., pp. 745 e ss..

[261] Assim Paulo MOTA PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Vol. II, ob. cit., pp. 1389-1394. Não se trata de uma posição unânime, vide Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 12 de Abril de 2018, Processo N.º 417/17.1YRLSB-8.

jurídicas que assim constitui e que o ordenamento jurídico sanciona, a segurança necessária para que lhes sejam associados em causa, algo que poderá ser prejudicado, a par da eficiência e da integridade do mercado, se se permitisse, numa cadeia mais ou menos longa de transações, que esta fosse quebrada por tal anulação. Assim, este princípio normativo, "autêntico Direito vigente", embora não forneça uma solução direta ao problema, permite alcançar e fundamentar a mesma. Ora, conquanto as diversas normas legitimem a anulação de um negócio jurídico celebrado com dolo e erro, a verdade é que qualquer solução tem de se compatibilizar com princípios fundamentais como este, que fornecem as "valorações ético-axiológicas" fundantes e essenciais, que toda a solução aplicável não poderá contrariar[262]. Com efeito, parece que a tutela do investidor ao abrigo deste regime tem um alcance pouco amplo: a segurança, a certeza e o rápido processamento das transações operadas neste setor, que não "anulam" as do cliente-investidor como declarante[263], podem propugnar pela manutenção do negócio jurídico e dos seus efeitos jurídicos, pelo que a opção pela tutela, neste âmbito, pode revelar-se infrutífera.

Atente-se que nos referimos às normas gerais de anulação por erro e por dolo previstas no CC, sem esquecer o regime especial de venda de bens defeituosos, que com aquele se encontra em conformidade[264]. Este último admite também, por remissão para o regime de venda de bens onerados, que, quando o bem vendido padeça de um vício, que o desvalorize ou que obste à realização do seu fim, ou ainda quando não possua as qualidades que o vendedor assegurou ou que são necessárias para o seu fim, possa ter lugar a anulação da venda dos produtos financeiros, por erro ou dolo, mediante a verificação dos requisitos para tanto, desde que, nesse caso, o vendedor atue com dolo ou culpa[265]. De facto, não se

---

[262] Sobre isto, J.J. GOMES CANOTILHO, *Direito e Teoria da Constituição*, 7.ª Edição, 15.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Dezembro de 2011, pp. 257 e ss.; António CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia Jurídica*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, Coimbra, 1993, pp. 33-34, 203-204.

[263] Como Carlos Alberto da MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., p. 462.

[264] Ex vide arts. 913º e ss. do CC.

[265] Por força do art. 916º/1 do CC; Pedro ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações (parte especial). Contratos*, 2.ª Edição, 5.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 141-142. Todavia, as demais soluções de reparação ou substituição dos produtos vendidos, aqui, os instrumentos financeiros, parecem não ser de aplicar: não só não se vê como a reparação aqui possa ter lugar, como a substituição também não parece viável, encontrando-se ambas dependentes da atuação culposa pelo vendedor, sem prejuízo da eventual redução do preço quando o cliente-investidor procedesse à aquisição dos instrumentos financeiros em causa, mas por um menor preço. Para tanto, teria que proceder à denúncia em 30 dias após conhecimento do defeito e 6 meses após a entrega dos produtos financeiros, dispondo de 6 meses para intentar a correspondente ação de anulabilidade. Todavia, não é certo para nós que este regime seja aplicável. Sobre isto, cfr. Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. III, 13.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 124 e ss.; João

pode excluir, totalmente, a mobilização deste regime (especial) neste domínio, uma vez que a preterição culposa dos deveres de informação pelo intermediário financeiro pode desembocar na aquisição de produtos financeiros, vendidos ao cliente-investidor e cujas qualidades asseguradas não se encontram, de todo, verificadas, de tal modo que os mesmos não possuem a (qualquer) aptidão que o investidor desejava, como assim manifestou, sem prejuízo de um terceiro, v.g., um emitente, que vende esses produtos ao cliente-investidor adotar o mesmo tipo de conduta[266].

3.1.1. Da errada representação pelo cliente-investidor

Incorrerá em erro o cliente-investidor que represente errónea, desacertada, imprecisamente, ou desconheça o verdadeiro estado de coisas, um motivo factual ou direito fulcral e "determinante" para a vontade de, enquanto declarante, celebrar o contrato de intermediação financeira ou um negócio de execução do mesmo, de modo que, se conhecesse e soubesse que essa representação não corresponde ao real estado das coisas, optaria por celebrar o negócio em diferentes condições ou não o faria, de todo[267].

Admitem-se diferentes tipos de erro: 1) erro sobre a pessoa do declaratário (sua identidade e/ou qualidades); 2) erro sobre o objeto do negócio – mediato ou imediato; e 3) erro sobre os motivos não referentes nem à pessoa do declaratário, nem ao objeto do negócio. Assim, na determinação dos pressupostos de relevância, enquanto causa de anulabilidade do negócio jurídico, atentaremos não só nos pressupostos gerais, como os pressupostos

---

CALVÃO DA SILVA, *Responsabilidade civil do produtor,* Almedina, Coimbra, Abril de 1999, pp. 186 e ss.. Ex vide ainda arts. 905º, 908º e 916º do CC, por força do 913º do CC, que para aí remete. Ainda António SANTOS JUSTO, *Manual de Contratos Civis,* ob. cit., pp. 69 e ss..

[266] Este regime especial não foi, todavia, pensado para estas hipóteses, de violação culposa de deveres de informação, mas para a não verificação dos requisitos objetivos do bem adquirido, que pode ter aqui respaldo. Razão por que aqui nos iremos referir ao regime geral de anulação por erro ou por dolo.

[267] Sobre isto, cfr. Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 579 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, ob. cit., p. 835; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 503, 504-521; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo,* ob. cit., pp. 67-68, não se confunde, por isso, com o erro-obstáculo ou erro na declaração. O erro não se confunde com a pressuposição, crença, pelo declarante, fundamental para a sua decisão de celebrar o negócio, relativa à verificação ou manutenção de certo circunstancialismo: falhando essa, nos termos do art. 437º do CC, pode haver lugar à modificação ou resolução do contrato por alteração superveniente das circunstâncias, se verificados os requisitos aí exigidos. Ora, o erro sobre os motivos, i.e., sobre as circunstâncias que constituem a base negocial, por este ser referente a circunstâncias presentes ou passadas e este a circunstâncias futuras, de tal modo que, não verificadas estas, não há erro, mas imprevisão.

Vide ainda Emanuele Lucchini GUASTALLA, "Violazione degi obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari", in *Responsabilità Civile e Previdenza,* ob. cit., pp. 741 e ss..

específicos de relevância de cada modalidade de erro, já que, em nome da certeza e da segurança jurídicas, não se pode permitir a desvinculação negocial por qualquer falsa representação, mas apenas por aquela que cumpre certos requisitos[268].

Segundo MOTA PINTO, os requisitos gerais de relevância do erro serão: a essencialidade e a propriedade. Deste modo, só constitui fundamento de anulabilidade do negócio o erro essencial[269], dado que a representação mental que o cliente-investidor faz da realidade, seja ela relativa à identidade daquele com quem contrata (p.e., o emitente), às suas qualidades (v.g., as condições de solvabilidade do emitente), ou o objeto do negócio (v.g. sobre o contrato que será efetivamente celebrado, designadamente, com o emitente, pelo intermediário financeiro, em nome e em representação do cliente-investidor, ou sobre as taxas de rendimento ou retorno dos produtos financeiros em que esse contrato incide), se assume como absolutamente fundamental para a celebração do negócio em si mesmo, de tal modo que, plenamente esclarecido, o cliente-investidor não teria sequer celebrado o contrato, tê-lo-ia celebrado com outrem, sobre outro instrumento financeiro ou um outro contrato, distinto do que foi concluído[270].

Para além disso, o erro do investidor deve ser próprio, na medida em que não deve incidir sobre uma causa que se assume como requisito legal da validade do negócio[271], como

---

[268] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 504 e ss., 507 e ss.; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 76 e ss..

[269] Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 579 e ss..

[270] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 507 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. II, ob. cit., p. 857; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 76-78: diferentemente, se o erro for incidental, o errante celebraria o negócio, mas fá-lo-ia em condições distintas daquelas em que o fez: não dá causa à anulabilidade do negócio, mas este deverá "valer nos termos em que teria sido concluído sem o erro"; só se estes não forem determinados com certeza, é que o negócio será anulável. Ainda o erro indiferente, que não influiria nas condições em que o negócio celebrado e, por isso, não tem qualquer relevância.

[271] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 507 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 99-100; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral*, Vol. II, ob. cit., pp. 137-144, para quem será assim apenas quando a sanção seja a nulidade. Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, Vol. I, ob. cit., p. 218; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., p. 78. Considerava-se, maioritariamente na doutrina, que o Código de Seabra exigia, com base no art. 695º, que o errante não incorresse em culpa, i.e., que o erro fosse desculpável, já que não se podia habilitar o contraentes que lhe deu causa, por nele ter incorrido em culpa, valer-se dele para se desvincular do contrato. Atualmente, esta mantém-se um aspeto controverso, mas tendemos a considerar que a atual lei civil não exige que o erro seja desculpável, conquanto que a culpa no erro constitua fundamento de responsabilidade pré-contratual do errante, nos termos do art. 227º do CC, a qual terá sempre lugar, quando o erro não seja desculpável, dado que não se exige o "conhecimento ou cognoscibilidade do erro pela outra parte" para a anulação do negócio; mas a verificar, contribuirá, se subsumível à hipótese do art. 570º do CC, que prevê a culpa do lesado, para a redução ou até mesmo a exclusão da indemnização. José de OLIVEIRA ASCENSÃO,

sejam factos que versam sobre os requisitos de admissão à negociação de certos instrumentos financeiros ou de admissão como membro do mercado de certo emitente, porque, senão, a invalidade encontra aí fundamento.

Preenchidos estes requisitos, aferir-se-á qual a modalidade concreta de erro, para verificar se se encontram observadas as condições especiais de relevância do erro em causa[272].

No caso do erro sobre os motivos (252º do CC), um erro residual, que não se reconduz aos demais[273], exige-se ainda acordo entre as partes, expresso ou tácito, que condicione a validade do negócio ao condicionalismo sobre o qual se errou, dado que a exigência da mera cognoscibilidade ou conhecimento da essencialidade desse facto poderia revelar-se injusta: não obstante conhecer e saber da mesma, poderia não celebrar o contrato se a validade e a eficácia deste ficassem subordinadas a semelhante condição[274]. Todavia, o art. 252º/2 do CC refere-se a um erro sobre os motivos especial, o erro sobre a base negocial[275], i.e., sobre o condicionalismo em que as partes fundaram a sua decisão de contratar e que será partilhado por ambas ou que, não sendo, era conhecido ou cognoscível pela outra; i.e., diz respeito às situações em que a pressuposição do errante falha e em que o declaratário concordaria, ou pelo menos, a boa fé isso lhe imporia, na subordinação da validade do contrato à concretização do facto sobre que se errou, uma vez sugerida essa

---

Direito Civil: Teoria Geral, Vol. II, ob. cit., pp. 137-144, parece defender que o erro seja desculpável; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 79, quanto ao erro individual. Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 101-103: a lei não exige que o erro seja desculpável, mas quando não o seja, torna-se difícil o preenchimento do requisito em que a outra parte conhece ou deve conhecer da essencialidade do elemento relativamente ao qual se erra; a dar conta de que o 4:103 dos *Principles of European Contract Law* o exige.

[272] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro*, ob. cit., pp. 121-122, que alude à tipicidade do erro, para a rejeitar, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 68-69, como Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 79-80, embora José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 137-144.

[273] Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 581 e ss.; assim também Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 91-96.

[274] Sobre isto, Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 507 e ss..

[275] Cfr. Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, Vol. I, ob. cit., p. 219; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, ob. cit., pp. 581-592: a base do negócio corresponde ao condicionalismo extrínseco ao negócio, ao quadro circunstancial, o contexto histórico-social-cultural e temporal que preside à celebração do negócio e que é fundamental e essencial para a formação da vontade e para a decisão de contratar, explicando o equilíbrio e o fim visado com a celebração do negócio. Também José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 144-151.

condição pelo declarante, na medida em que tanto um como outro partilharam a representação sobre essa circunstância, em que alicerçaram a sua vontade de firmar o negócio. Remete, então, para os requisitos (e não consequências) da resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias, previstos nos arts. 437º a 439º do CC: uma alteração "anormal das circunstâncias em que as partes alicerçaram a sua decisão de contratar, de tal modo que a manutenção do contrato fira de forma irremediável os postulados da boa fé e não se reconduza à esfera de riscos próprios/normais do contrato"[276].

Por sua vez, o erro sobre o objeto do negócio[277], i.e., sobre a identidade e as características e qualidades dos produtos financeiros que serão adquiridos ou alienados, mormente a sua taxa de rendimento, ou ainda sobre o tipo de contrato financeiro celebrado, só será anulável, se para além do erro ser próprio e essencial, a outra parte conhecer ou for cognoscível a essencialidade do facto sobre que o declarante erra, para este (art. 247º do CC, por remissão do art. 251º do CC)[278]. No entanto, seria, quiçá, preferível o conhecimento ou a cognoscibilidade do erro, em conformidade com uma maior tutela do declaratário, que poderia conhecer ou dever conhecer da essencialidade daquele aspeto sobre que incide o erro, mas não suspeitar sequer do erro, sendo, por isso, prejudicado, sem que tal lhe seja imputável, e, portanto, também assim, em nome de uma maior segurança do tráfego jurídico, como se observa nas soluções dos outros ordenamentos jurídicos[279]. A igual requisito estará igualmente sujeito o erro sobre a pessoa do declaratário, ou seja, quando o cliente-investidor julga estar a celebrar um contrato com pessoa diversa daquela com que efetivamente celebra, bem como quando essa pessoa, conquanto não haja qualquer problema quanto à

---

[276] Quanto a estas considerações, Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 105-107; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro*, ob. cit., pp. 91-99, 105-107, 121-122; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 507 e ss.; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 581-592; Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado,* Vol. I, ob. cit., p. 219; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, pp. 144-149, que dão nota das críticas e justificação destes requisitos.

[277] Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 85 e ss.; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo,* ob. cit., pp. 70, 81-82, para quem só se subsume aqui o erro que incide sobre uma característica que identifica o objeto que lhe é imanente, que faz parte da sua raiz ou que permite que cumpra certa finalidade; uma característica que o afeta "diretamente".

[278] Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado,* Vol. I, ob. cit., pp. 215-218.

[279] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 407 e ss.; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 579 e ss..

representação da sua identidade, não apresenta as qualidades ou as características que este julgava possuir[280], designadamente no que concerne à sua capacidade financeira e às suas condições de solvabilidade (art. 251º do CC) ou, no caso do intermediário financeiro, à sua ética e diligência enquanto profissional.

3.1.2. Do "erro provocado"

Alerte-se que, em regra, perante a preterição culposa de deveres de informação pelo intermediário financeiro, o interesse do cliente-investidor estará sobretudo em proceder à anulação dos negócios concluídos com os emitentes, relativamente aos quais é errante, numa destas modalidades, e não tanto em anular o contrato de intermediação financeira, sem prejuízo de poder proceder à sua resolução nos termos do incumprimento contratual a que já se aludiu, com a consequente responsabilidade pré-contratual que teria lugar, por ter dado causa a um contrato inválido, hipótese para que foi inicialmente pensado o instituto da *culpa in contrahendo*. Deste modo, parece que a reflexão aqui lograda sobre os requisitos do erro para a anulação do contrato caberá principalmente sobre esses negócios de execução e não tanto sobre o negócio de cobertura, embora não se deva excluir essa possibilidade. Se o primeiro caso corresponde àqueles em que haveria responsabilidade civil contratual do intermediário financeiro, verificados os seus pressupostos, ou responsabilidade civil do terceiro que precluda aquela[281] e que o constitua, eventualmente, também no dever de indemnizar; o segundo caso constituirá fundamentalmente uma hipótese de responsabilidade pré-contratual do intermediário financeiro nos termos do art. 227º do CC e do art. 304ºA do CVM[282]. Concentremo-nos na primeira.

Quando refletimos sobre o dolo induzido no cliente-investidor, somos constrangidos a notar que, em face da violação dos deveres de informação a que o intermediário financeiro se encontrava adstrito, existem algumas particularidades, uma vez

---

[280] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., p. 69.
[281] Designadamente por falta da verificação do pressuposto da culpa, como referido.
[282] Diferentemente, em Itália, a *Corte di cassazione* determinou que o intermediário financeiro incorria em responsabilidade pré-contratual, neste caso, e que o contrato seria inválido. Tratou-se de uma decisão correta, mas que foi modificada posteriormente, com alguns juízes a considerar que haveria responsabilidade contratual e que o contrato seria nulo, o que não terá lógica; vide Emanuele Lucchini GUASTALLA, "Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari", ob. cit., pp. 475 e ss..

que, no âmbito dos negócios de execução, excluída qualquer conduta culposa por parte daquele com que ele é concluído, se estará perante uma hipótese de dolo de terceiro, i.e., de dolo do intermediário financeiro[283].

Com efeito, este induziu o investidor em erro, mediante manipulações, esquemas e sugestões, num processo complexo que não envolve uma simples mentira, com esse objetivo[284] de manter o investidor nessa situação (dolo positivo ou comissivo) ou de "dissimular" o erro em que ele ocorre (dolo negativo)[285].

O dolo em que o cliente-investidor incorre terá de ser *dolus malus*, i.e., de consistir numa "sugestão ou artifício empregue" para criar, manter ou dissimular o erro em que outrem incorre, ex vide art. 253º/1 do CC), tendo o manipulador ou dissimulador essa intenção, ou, pelo menos, consciência da probabilidade de erro do declarante, procurando daí retirar certo aproveitamento, e essencial, de tal modo que, sem ele, o cliente-investidor não teria, de todo, celebrado o negócio em causa[286].

Estes requisitos bastarão se o dolo for do sujeito com quem o investidor concluiu o negócio, mas, na verdade, temos pressuposta a preterição culposa dos deveres de informação

---

[283] Embora a preterição dos deveres de informação se possa, por exemplo, dever à inobservância dos deveres de informação que sobre o emitente recaem. Nesse caso, a anulação por dolo apenas exige os primeiros dois requisitos que valem perante o intermediário financeiro.

[284] José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 126-137, salientando que a distinção entre erro de facto e erro de direito não tem qualquer consequência do ponto de vista prático, pois já não se associam a eles diferentes regimes, ao contrário do que acontecia no Código de Seabra, vide Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, ob. cit., pp. 82-84; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., p. 68, 123 e ss., designa-o de erro qualificado e aí inclui a mera mentira; ainda António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, ob. cit., p. 861.

[285] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro*, ob. cit., pp. 117-121; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, ob. cit., p. 871; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 592-597; José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral,* Vol. II, ob. cit., pp. 155-163; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 521-529, que salienta que o dolo negativo ou omissivo só será juridicamente relevante se existir o dever de esclarecimento. Nota ainda que o *dolus bonus* não será relevante, enquanto "simples solércia ou astúcia" empregue nos negócios, que é usual e normal (252º/2 do CC), vide Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 163-167, sob pena de tanto revestir uma atuação contrária ao Direito.

[286] Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro,* ob. cit., pp. 117-121, o dolo essencial, já que o dolo incidental, que só determinaria que o negócio não fosse concluído naqueles termos, não conduz necessariamente à anulabilidade; Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 592-597; Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 521-529: o dolo não tem que ser unilateral, pode ser comum a ambas as partes, i.e., pode ser bilateral; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo*, ob. cit., pp. 163-167; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, ob. cit., pp. 872-873.

pelo intermediário financeiro e, portanto, mais uma hipótese de dolo de terceiro do que do declaratário, pelo que, para o negócio ser (todo) anulado se exige que o mesmo (dolo) seja cognoscível ou conhecido por aquele com quem o cliente celebrou o negócio. Se tanto não acontecer, mas, por força do contrato, for conferido algum benefício ao intermediário financeiro, o negócio será anulável em relação a ele, se foi ele o "enganador" ou se o dolo era dele conhecido ou cognoscível[287]. Assim será se o intermediário financeiro ignora os conflitos de interesses que o recebimento de benefícios, proibidos em tantas condições suscita[288] e engana o cliente-investidor, mantém-no em erro ou disfarça o erro em que sabe que ele incorre. Com efeito, apesar de conhecer ou dever conhecer o engano ou atuação pouco criteriosa de sujeitos como os auditores e analistas, não procura os dirimir nem suprimir, para bem informar o seu cliente, para receber algum tipo de benefício do emitente ou de outro sujeito com quem ele celebra o negócio jurídico em causa.

3.2. Da subsidiariedade do enriquecimento sem causa na tutela do cliente-investidor

Embora com pontos de contacto e semelhanças, a responsabilidade civil distingue-se de outro instituto, também apontado como fonte de obrigações: o enriquecimento sem causa (art. 473º do CC). Estas semelhanças descortinam-se no facto de ambos ambicionarem a realização de um ideal de Justiça material, ao visarem a correta ordenação dos bens jurídicos, como poderem comungar do mesmo pressuposto de facto, o dano[289], este, contudo,

---

[287] Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil,* ob. cit., pp. 521-529; Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo,* ob. cit., pp. 163-167; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, ob. cit., p. 873.

[288] Vide António Barreto MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* ob. cit., pp. 304-305: aos intermediários financeiros é vedada a aquisição de alguma forma de lucro, vantagem ou benefício (art. 309º/4 do CVM), exceto se tanto lhes for autorizado nos termos do art. 313º do CVM, como forma de salvaguardar e prevenir a ocorrência de conflitos de interesses que coloquem ou prejudiquem o cumprimento do dever de lealdade que lhes é assacado, nas suas várias vertentes, como o dever de atuar em nome dos interesses dos clientes.

[289] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 470-477; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 193-205; Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações,* Vol. I, 15.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 409 e ss..; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 489 e ss.: o art. 472º do CC prevê um princípio geral de proibição de enriquecimento sem causa à custa de outrem e, depois, nos preceitos seguintes, a lei refere-se a algumas modalidades de enriquecimento sem causa, como a repetição do indevido. Proclama-se, assim, um princípio fundamental do Direito, que concretiza e obedece às exigências materiais de Justiça que presidem ao Direito e que será transversal a todos os ramos do Direito, como forma de impedir a perturbação da ordenação de bens, como visada pelo Direito. Cfr. Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações,* Vol. I, ob. cit., pp. 411-449: discute-se, assim, qual a perspetiva deste instituto consignada na nossa lei civil e agrupa o enriquecimento

não é requisito necessário do enriquecimento sem causa. No entanto, se a responsabilidade civil gera um dever de indemnizar, para reparar o dano sofrido, o enriquecimento sem causa determina a obrigação de restituir, para operar o reingresso de vantagens económicas ao património a que justamente pertenciam[290].

Assim, o cliente-investidor poderia, igualmente, lançar mão deste instituto, no quadro da sua tutela por danos causados pela preterição culposa de deveres de informação pelo intermediário financeiro, que incita, de algum modo, à conclusão de negócios jurídicos prejudiciais em termos patrimoniais para o investidor.

Destarte, não se exclui o recurso a este instituto, sobretudo quando se pretende a repristinação à situação anterior ao enriquecimento contrário aos valores materiais da ordem jurídica, mas que nem sempre esta, formalmente, em nome da segurança jurídica e da boa fé (tomada num sentido subjetivo), admite. Assim pode suceder no âmbito dos contratos celebrados entre o cliente-investidor e outros sujeitos do mercado: razões materiais-económicas, mas também juridicamente formais impedem que se obtenha a restituição do enriquecimento com que ilegítima ou ilicitamente, p.e., o emitente se locupletou, designadamente por preterição dos deveres de informação pelo intermediário financeiro,

---

em causa em categorias: o enriquecimento por prestação, por intervenção, por despesas realizadas em benefício de outrem e por desconsideração de um património intermédio. Também António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 207-213, se debruça sobre esta questão, considerando que existem duas modalidades de enriquecimento, por prestação e sem prestação, esta "fundamentalmente por intervenção", distinguindo, no enriquecimento sem causa, que se inserem no enriquecimento em sentido estrito, o qual, ao lado da repetição do indevido, enquadra-se na repetição do indevido em sentido lato. Sobre a perspetiva histórica deste instituto, Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., p. 40; Francisco PEREIRA COELHO, "O enriquecimento e o dano", in *Revista de Direito e de Estudos Sociais,* Ano XV, 1968, N.º4, Atlântida, Coimbra, pp. 315 e ss; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 137-151, 155-178, 181-185: não se encontra expressamente consagrado no Código de Napoleão, embora algumas normas sejam a concretização de um princípio geral, tendo a sua receção no ordenamento jurídico francês sido operada por via da jurisprudência. Por seu turno, o BGB consagrou-o no § 812 e ss., não lhe tendo conferido qualquer natureza subsidiária.

[290] Cfr. ainda João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 480-496; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 489-515; Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., p. 41-46, 49 e ss.; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 223-238; Francisco PEREIRA COELHO, "O enriquecimento e o dano", in *Revista de Direito e de Estudos Sociais,* Ano XV, 1968, N.º4, ob. cit., pp. 315 e ss.. A responsabilidade civil assume como máxima a remoção ou eliminação do dano, de forma direta, não se preocupando, em termos mais prementes e imediatos, com o desequilíbrio a expurgar, resultante do enriquecimento. Daí que, ainda que, em face de certo facto ilícito, sendo o enriquecimento superior ao dano, aquele não será, ao abrigo da responsabilidade civil, deslocado para o património do lesado – entre nós, não há ressarcimento de danos punitivos. Também assim, Pietro SIRENA, "La restituzione dell'arricchimento e il risarcimento del danno", in *Rivista di diritto civile,* Ano 55, N.º1, Janeiro-Fevereiro 2009, CEDAM, Padova, pp. 66-87.

ainda que nisso aquele não tenha tido culpa ou qualquer contribuição. Formalmente, a ordem jurídica pode não autorizar a anulação desse negócio, tendente à restituição dos valores mobilizados pelo investidor; valores ligados à segurança jurídica podem depôr no sentido de a mesma não ter lugar; ou a mesma pode não ser possível, atenta a facilidade e rapidez com que as transações eletrónicas de instrumentos financeiros se processa. Deste modo, consideramos que poderemos, em certa medida, mobilizar o instituto do enriquecimento sem causa, que permite a restituição do locupletamento injusto, para o Direito não compactuar com uma ilegítima e ilícita deslocação de valores operada[291].

Para que essa restituição possa ter lugar, verificar-se-á um enriquecimento, por força da realização de um negócio jurídico tendente à aquisição ou à alienação de instrumentos financeiros[292], o qual opera uma deslocação patrimonial, em que um terceiro – um emitente, outro intermediário financeiro ou até outro investidor (enriquecido ou devedor da obrigação de restituição) – obtém um incremento patrimonial, a expensas do investidor (empobrecido ou credor da obrigação de restituição)[293], de tal modo que a perda deste é

---

[291] Quanto a isto, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 470-477; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 215-219.

[292] Mas que, na generalidade, pode ser um ato jurídico ou até um ato material; vide João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 470-480.

[293] Incremento patrimonial que pode assumir diversas formas, como a poupança de despesas, o aumento do ativo, a diminuição do passivo, o uso ou consumo de coisa alheia, e o exercício de um direito alheio: assim, João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 477-480: não é totalmente correto falar numa atribuição patrimonial, que se pressupõe ser realizada pelo enriquecido, e o enriquecimento pode operar por ato de terceiro. Não são igualmente totalmente corretos os termos enriquecido e empobrecido, na medida em que nem sempre tem lugar o sacrifício por este, que estas designações pressupõem, vide também Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 489-515; Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações,* Vol. I, ob. cit., pp. 411-422; Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 193-205; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 223-238; Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., p. 40.

Sobre isto e para mais desenvolvimentos, cfr. Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações,* ob. cit., pp. 193-205; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, ob. cit., pp. 223-238; Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., p. 40; Francisco PEREIRA COELHO, "O enriquecimento e o dano", in *Revista de Direito e de Estudos Sociais,* Ano XV, 1968, N.º4, ob. cit., pp. 315 e ss.; João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral,* Vol. I, ob. cit., pp. 480-496; Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., pp. 42-43; Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações,* Vol. I, ob. cit., pp. 450-453: Ou seja, é necessário que haja um enriquecimento de um sujeito, à custa daquele que é credor da obrigação de restituir e sem que, para tanto, exista uma causa. Deste modo, para o funcionamento deste instituto e para o desencadear da obrigação de restituir, exige-se o enriquecimento, perspetivado em termos económicos, com relevância jurídica, traduzido no benefício ou ganho de um incremento patrimonial, do devedor da obrigação de restituir, cujo património valoriza ou não perde valor, ao reconduzir-se a um aproveitamento ou à retirada de vantagens dos bens de outrem, sem causa ou fundamento jurídico para tanto, tanto lei como num negócio jurídico, concreta, em si mesma, ou enquanto reflexo no património de um sujeito. Esse incremento patrimonial porque realizado a expensas de outrem implica que entre esse incremento e retirada/aproveitamento de vantagens exista uma relação de correspetividade ou correlatividade, ainda que não uma correspondência objetiva, mesmo

correlativa do ganho de terceiro, que se locupleta, sem que exista qualquer causa de justificação, na medida em que, de acordo com a afetação dos bens querida pelo Direito, esses valores cabiam ao primeiro e não ao segundo, que não legitima esse incremento em face dos postulados de Justiça material do Direito[294].

Preenchidos estes pressupostos[295], poderá o investidor recorrer a este instituto e, portanto, será um meio de reação do cliente-investidor, que lhe permite a tutela dos seus interesses e direitos quando tenha sido prejudicado pela violação de deveres de informação pelo intermediário financeiro: mas se, nos termos do art. 474º/2 do CC, o ordenamento jurídico não deixar de sancionar esse enriquecimento, i.e., não precludir a restituição, não deixar de lhe conferir qualquer efeito e não prever um outro meio de reação[296].

Ora, a natureza subsidiária do enriquecimento sem causa restringe o seu eventual campo de aplicação neste contexto, como meio de reação, quer contra o intermediário financeiro, quer contra um terceiro, como um emitente. Em suma, o cliente-investidor só poderá recorrer a este instituto quando, nem a responsabilidade civil, nem a anulação do negócio jurídico em causa, seja apta a ressarcir os prejuízos que sofreu ou a operar a restituição dos valores de que se viu ilegitimamente subtraído, funcionando, pois, o enriquecimento sem causa de forma subsidiária em relação a estes meios específicos de

---

que nenhum dano seja causado, basta a retirada de vantagens que, enquanto valores económicos, lhe pertenciam, pois são obtidas através do exercício dos direitos de que é titular: de acordo com a doutrina germânica do conteúdo ou da destinação dos bens, a vantagem ou o aproveitamento económicos de certo bem jurídico pertence ao seu titular e não ao enriquecido.

[294] Como João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 480-496; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 489-515; Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. I, ob. cit., pp. 411-422, 453-459; António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 223-238.

[295] Semelhantes no Direito Italiano, cfr. Pietro SIRENA, "La restituzione dell'arricchimento e il risarcimento del danno", ob. cit., pp. 66-87.

[296] Francisco PEREIRA COELHO, "O enriquecimento e o dano", in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano XVII, 1970, Atlântida, Coimbra, pp. 352-356; Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", ob. cit., pp. 40-41: raros são os casos em que o Direito não prevê a obrigação de restituir para hipóteses enquadráveis noutros institutos jurídicos, nada mais que concretização do princípio geral de proibição de enriquecimento injusto. Neste caso, gerar-se-á um concurso de normas e o "empobrecido" beneficiará de duas vias de reação, cabendo, normalmente, o enriquecimento sem causa no quadro de um pedido subsidiários, nos termos da lei processual, o que está em plena conformidade com o entendimento restrito do art. 2042º do Codice Civile de Pietro SIRENA, "La restituzione dell'arricchimento e il risarcimento del danno", ob. cit., pp. 66-87, segundo o qual o enriquecimento sem causa só não terá aplicação, atenta a sua subsidiariedade, se se obtiver efetivamente ressarcimento ou outra tutela, pois, enquanto, na medida e se esta não for possível, poderá invocar-se sempre o instituto do enriquecimento sem causa. Assim também em Hambly v. Trott (1776) e United Australia Ltd. v. Barclays Bank Ltd. (1941); e corresponde a um pensamento seguido pelo BGH, desde 1971.

reação. Tanto sem esquecer que, quando o enriquecimento se verificou em valor superior ao dano, ou quando este não é totalmente ressarcido com a indemnização conferida, se possa recorrer ao enriquecimento sem causa para cobrir esse excedente[297]. Assim, a sua aplicação será reduzida, mais pensada para os casos em que a anulação do negócio não é possível e não se verificam os pressupostos da responsabilidade civil.

[297] João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, ob. cit., pp. 497-506; Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 489-515; Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. I, ob. cit., pp. 410-411, que recomenda algum cuidado no entendimento essa "subsidiariedade", que não será autêntica. Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 193-205, 211, com efeito, dá conta o Autor, na responsabilidade civil, não há necessariamente um enriquecimento. Igualmente, António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. VIII, ob. cit., pp. 249-252.

Conclusão

Ao longo da nossa exposição procurámos atender aos vários meios de reação e tutela do cliente-investidor, que sofre danos com a realização de um negócio jurídico prejudicial, desencadeado pela preterição de deveres de informação pelo intermediário financeiro. Desde a responsabilidade civil assacada a este – sem prejuízo da responsabilidade de outros sujeitos -, até à anulação do negócio em causa, por erro ou dolo, sem perder de vista o enriquecimento sem causa, tentámos dar nota das particularidades e especificidades que a tutela do investidor suscita neste domínio.

Operamos, pois, num domínio que se desvia da contratação em geral, embora, grande parte das vezes, siga as regras a ela aplicáveis, com as devidas adaptações. Com efeito, o mercado financeiro é marcado por uma maior aleatoriedade e um maior risco, subjacentes às transações nele realizadas: as partes – os investidores – envolvidas nunca têm a certeza de qual será o seu incremento patrimonial ou, sequer, se este existirá. Tal torna quem aí se move e realiza negócios e transações mais suscetível à prática de condutas danosas por sujeitos altamente especializados e familiarizados com o contexto em que atuam, nomeadamente quando a outra parte é mais desconhecedora, mais inexperiente.

E se cumpre conferir uma tutela aos sujeitos – investidores -, assim prejudicados, a verdade é que não podemos deixar de pressupor um circunstancialismo diferente daquele que pressupõe a estatuição dos meios de reação previstos no tráfego geral. Os investidores atuarão sempre num domínio de elevada aleatoriedade e em que se confrontam, não só com o risco das operações em que se envolvem, mas com o risco do próprio mercado (risco sistémico[298]), e não devem, perante esse risco, assumir uma atitude passiva: devem procurar questionar, esclarecer-se, acautelar-se, no fundo, salvaguardar-se. São esses riscos que tornam atrativo este mercado, pois é por se incorrer neles que os retornos e lucros obtidos são mais ou menos consideráveis e satisfatórios, sobretudo atendendo ao reduzido esforço que implicam. Ora, esta aleatoriedade e este risco sistémico podem ser diminuídos, mas jamais eliminados, nem sequer ao nível da regulação e da supervisão, tanto não é sequer

[298] José Manuel QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática,* ob. cit., pp. 355-388.

ideal, e o objetivo dos deveres de informação a cargo do intermediário financeiro é informar os investidores de todos as circunstâncias que tornam essa aleatoriedade maior ou menor, esclarecendo-os, para que estes, em condições de formar uma convicção fundamentada, livre e racional, possam decidir em conformidade, investindo ou desinvestindo.

Todavia, não se poderá, ao abrigo dessa aleatoriedade, invocar a sua necessidade de proteção, constantemente, como forma de conceder, linearmente, qualquer tutela. Haverá que verificar se a mesma era realmente querida pelo Direito, em face do contexto em causa, não só pela aleatoriedade e riscos envolvidos, aqui maiores, mas também porque ao Direito não é estranha a certeza e a segurança jurídicas, algo que pode minar a tutela que se pretenda: afinal, os negócios aqui realizados são-no muito celeremente, eletronicamente e em cadeia e a concessão de um remédio de tutela pode por em causa um conjunto enorme de operações de investimento. Se assim fosse (sempre), o próprio ordenamento jurídico criaria entraves e obstáculos ao desenvolvimento e ao funcionamento de uma realidade que pretende regular, subtraindo ao tráfego mobiliário-financeiro as suas especificidades, das quais depende para operar e a que o Direito não pode ser estranho, sobretudo em face da importância dos mercados financeiros na Economia global, e que pressupõe na sua regulação. Esta não deve ser desvirtuada a pretexto de uma tutela desmedida, que deve ser acautelada e razoável, não dando, todavia, cobro a abusos e condutas que mereçam, nos devidos termos, uma resposta do Direito. Assim, nestes termos, a tutela civil do cliente-investidor encontra maior expressão e potencial aplicação na responsabilidade civil, cujo regime especial, previsto no CVM, bem articula estas exigências e é complementado pelo regime civilístico, a dar resposta a muitas das questões que aquele não soluciona, sem prejuízo da aplicação residual – mas possível – dos demais institutos, que aqui conhece uma expressão limitada, muito dependente do circunstancialismo concreto, a aferir em juízo.

Bibliografia

Abel L. Costa Fernandes, Paulo R. Mota, Carlos F. Alves e Manuel Duarte Rocha, *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2014

Adelaide MENEZES LEITÃO, "A Responsabilidade Civil por violação de normas de protecção no âmbito do código de valores mobiliários", in *Responsabilidade Civil. Cinquenta anos em Portugal, Quinze anos no Brasil,* Vol. II, Instituto Jurídico, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, Abril de 2018, disponível em https://www.uc.pt/fduc/ij/publicacoes/pdfs/coloquios/RC_Vol2.pdf

Adelaide MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, Almedina, Coimbra, 2009

Adriano VAZ SERRA, "Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 19 de Outubro de 1978", in *Revista de Legislação e de Jurisprudência,* Ano 112, 1979-1980, N.º 3641, Imprensa da Universidade, Coimbra

Adriano VAZ SERRA, "Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 14 de Março de 1979", in *Revista de Legislação e de Jurisprudência,* Ano 112, 1979-1980, N. 3651, Imprensa da Universidade, Coimbra

Adriano VAZ SERRA, "Culpa do devedor ou do agente", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 68, Junho de 1957, Ministério da Justiça, Lisboa

Adriano VAZ SERRA, "Mora do devedor", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 48, Maio de 1955, Ministério da Justiça, Lisboa

Adriano VAZ SERRA, "Obrigação de indemnização: colocação, fontes, nexo causal, extensão, espécies de indemnização: direito de abstenção e direito de remoção", in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 84, Março de 1959, Ministério da Justiça, Lisboa

Adriano VAZ SERRA, "Requisitos da responsabilidade civil", *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 92, Janeiro de 1960, Ministério da Justiça, Lisboa

Adriano VAZ SERRA, “Responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual”, in *Boletim do Ministério da Justiça,* N.º 85, Abril de 1959, Ministério da Justiça, Lisboa

Agostinho CARDOSO GUEDES, “A responsabilidade do banco por informações à luz do art. 485º do Código Civil”, in *Revista de Direito e Economia*, Ano XIV, 1988, C.I.E.J.E., Coimbra

Alessio M. PACCES, “Financial intermediation in the security markets law and economics of conduct of business regulation”, in *International Review of Law and Economics,* Vol. 20, N.º4, Dezembro de 2000, Elsevier, Amesterdão

Alexandre BRANDÃO DA VEIGA, “A profissionalidade na intermediação financeira”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º 10, Abril de 2001, CMVM, Lisboa

Amadeu José FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997

ANA PRATA, *Notas sobre responsabilidade pré-contratual*, Livraria Almedina, Coimbra, 2002

André FIGUEIREDO, “A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma nova dimensão do Direito Administrativo?”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 24, Novembro de 2006, CMVM, Lisboa

António Barreto MENEZES CORDEIRO, “Direito Europeu dos Valores Mobiliários: evolução e linhas gerais”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 7, N.º2, 2015, Almedina, Coimbra

António BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II”, in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 1, 2019, N.º 1

António BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018

António CASTANHEIRA NEVES, “O actual problema metodológico da realização do direito” in *Digesta: escritos acerca do direito, do pensamento jurídico, da sua metodologia e outros*, 2.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 1995

António CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia Jurídica,* Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, Coimbra, 1993

Antonio DE MAURO, Fabio FORTINGUERRA, *La Responsabilità Precontrattuale,* CEDAM, Padova, 2002

Antonio GUARINO, “Il buon padre gentiluomo”, in *Labeo, Rassegna di Diritto Romano*, Vol. 37, N.º2, 1991, Joyene, Napoli

António MENEZES CORDEIRO, “Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade”, in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018

António MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, 7.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2017

António MENEZES CORDEIRO, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades,* LEX, Lisboa, 1977

António MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 6.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016

António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. II, 4.ª Edição, Almedina, 2014

António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, Vol. IX, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, Março de 2019

António MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil,* Vol. VIII, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2020

António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados,* Vol. II, ª Edição Reformulada e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, Outubro de 2013

António PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, 7.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, Outubro de 2013

António PINTO MONTEIRO, *Cláusulas limitativas e de exclusão da responsabilidade civil*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1985

António SANTOS JUSTO, *Manual de Contratos Civis*, Petrony Editora, Setembro de 2017

António SOARES, "Mercados regulamentados e mercados não regulamentados", in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

Armindo Saraiva MATIAS, "Regulação Bancária: Conceito e Tipologia", in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2013

Carlos Alberto da MOTA PINTO, "A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos", in *Boletim da Faculdade de Direito*, Suplemento XIV, 1966, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, Coimbra

Carlos COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, Livraria Almedina, Coimbra, 2005

Carlos Eduardo VERGUEIRO, "As Bolsas de Valores como um Fenómeno Cultural", *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, Vol. 98, 2003, Universidade de São Paulo, São Paulo

Carlos FERREIRA ALVES, "Que modelo de supervisão financeira para Portugal?", in *O novo direito dos valores mobiliários*, II Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2019

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "As Transacções de Conta Alheia no âmbito da intermediação financeira", in D*ireito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais", *Revista da Banca*, N.º 26, Abril/Junho 1993, A.P.B., Lisboa

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Normas de imputação e normas de proteção no regime da responsabilidade civil extracontratual pela informação nos mercados de valores mobiliários", in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 8, Vol. 16, Outubro de 2016, Almedina, Coimbra

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, Janeiro de 2006

Carlos FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I – Conceito. Fontes. Formação*, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, Julho de 2005

Carlos MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª Edição, 2.ª Reimpressão, Coimbra Editora, Coimbra, Setembro de 2012

Carlos Torres ALBUQUERQUE, "A Internet e a Banca", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º9, Dezembro de 2000, CMVM, Lisboa

Célia REIS e Filipe MATIAS SANTOS, "Divulgação de informação; Anotação à Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, 2.º Juízo, 2.ª Secção, Processo N.º 5145/06", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º28, Dezembro de 2007, CMVM, Lisboa

Célia REIS, "Violação dos deveres de informação", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 4, Maio de 1999, CMVM, Lisboa

Claude FLUET, "Assurance de responsabilité alea moral dans les regimes de responsabilité objective et pour faute", in *Revue d'économie politique*, N.º6, 2002, Éditions Dalloz, Paris

Conceição AGUIAR, "O estatuto dos investidores qualificados a pedido", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 31, Dezembro de 2008, CMVM, Lisboa

Dário MOURA VICENTE, *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado*, Almedina, Coimbra, 2001

Dário MOURA VICENTE, *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado*, Almedina, Coimbra, 2001

David JACOTOT, "Le principle de précaution et le reinforcement de l'action en responsabilité pour faute", in *Revue Juridique de droit de l'environnment*, N.º4/2000, N.º Specie, Limoges, S.F.D.E

Delfim VIDAL SANTOS, "As agências de notação de risco e a crise financeira planetária", in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, 2011, N.º1, Almedina, Coimbra

DEPARTAMENTO DE REDACCIÓN Lefebvre, *An international approach to capital markets and financial regulation*, Lefebvre – El Derecho, Madrid, 2018

Didier VITRAC, *Tout savoir sur la Bourse*, 6.ª Edição, Gualino Editeur, Paris, 2004

Dieter STRAUCH, "A respeito da responsabilidade profissional por conselhos, informações e pareceres com base no BGB", in *Revista de Direito e Economia*, Ano XV, 1989, C.I.E.J.E., Coimbra

Dimity KINGSFORD SMITH e Olivia DIXON, "The Consumer Interest and The Financial MARKETS", in The Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2015

Diogo FREITAS DO AMARAL, *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, 4.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015

Diogo LEITE DE CAMPOS, "Enriquecimento sem causa e responsabilidade civil", *Revista da Ordem dos Advogados*, N.º1, 1982, Ordem dos Advogados, Lisboa

Eduardo PAZ FERREIRA, “A informação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários, Instituto dos Valores Mobiliários,* Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2000

Elsa FERREIRA, “A Diretiva relativa a mercados de instrumentos financeiros: um marco regulatório e seus desafios para os agentes do mercado”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º 25, Dezembro de 2006, CMVM, Lisboa

Emanuele Lucchini GUASTALLA, “Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari”, in *Responsabilità Civile e Previdenza,* Vol. 73, N.º4, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano

Eva Sónia MOREIRA DA SILVA, *As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo): o caso da indução negligente em erro,* Almedina, Coimbra, 2010

Eva Sónia MOREIRA DA SILVA, *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação,* Almedina, Coimbra, 2003

FAZENDA MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários,* N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

Felipe CANABARRO TEIXEIRA, “Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e responsabilidade civil”, in *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários,* Nº 31, Dezembro de 2008, CMVM, Lisboa

Fernando CONCEIÇÃO NUNES, “Os intermediários financeiros”, in *Direito dos Valores Mobiliários*/Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, Junho de 2000

Fernando PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil,* 3.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 1999

Fernando PIRES DE LIMA e João de Matos ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado,* Vol. I, 2,ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora Limitada, Coimbra

Fernando TEIXEIRA SANTOS, “Os mercados de valores mobiliários em Portugal”, in *O Economista, Anuário da Economia Portuguesa,* Promeios, A.P.E., Lisboa, 2000

Filipa FERRO DOS SANTOS, “Importância da informação no mercado de capitais”, in *Revista de Direito das Sociedades,* Ano 10, 2018, N.º 2, Almedina, Coimbra

Filipe ALBUQUERQUE MATOS, “Contrato de Agência e Relação Obrigacional Complexa”, in *Actas do Colóquio Distribuição Comercial aos 30 Anos da Lei do Contrato de Agência,* Instituto Jurídico, Coimbra, 2016

Filipe ALBUQUERQUE MATOS, “Ilicitude extracontratual, (umas breves notas)”, in *Novos Olhares sobre a Responsabilidade Civil,* CEJ, Lisboa, Outubro de 2018, disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/eb_ReponsCivil_2018.pdf

Filipe ALBUQUERQUE MATOS, “Reparação por danos não patrimoniais: inconstitucionalidade da relevância da situação económica do lesado”, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência,* Ano 143, N.º 3984, 2014, Coimbra

Francesca GIARDINA, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale: significato attuale di una distinzione tradizionale*, Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza della Università di Pisa, Milão, 1993

Francisco Manuel PEREIRA COELHO, *O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil,* Coimbra Editora, Coimbra, 1950

Francisco PEREIRA COELHO, “O enriquecimento e o dano”, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais,* Ano XV, 1968, N.º4, Atlântida, Coimbra

Francisco PEREIRA COELHO, “O enriquecimento e o dano”, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais,* Ano XVII, 1970, Atlântida, Coimbra

Francisco PEREIRA COELHO, *O problema da causa virtual na responsabilidade civil,* Almedina, Coimbra, 1998

Franco FERRARI, *Atipicità dell’ illecito civile*: *una comparazione*, Giuffré, Milão, 1992

Frederico de Lacerda da COSTA PINTO, "A supervisão no novo Código dos Valores Mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

Giovanna VISINTINI, "Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale", in *Rassegna di diritto civile*, N.º4, 1983, Edizione Scientifiche Italiane, Napoli

Giovanna ZANOTTI, "Demutualization and the globalization of stock markets", in *Handbook of Research on Stock Market Globalization*, Edward Elgar, Cheltenham, 2012

Giovanni FACCI, "Le agenzie di r*ating* e la responsabilità per informazioni inesatte", in *Contratto e Impresa*, Vol. 23, N.º1, 2008, CEDAM, Padova

Gonçalo André CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, Coimbra, 2008

Inocêncio GALVÃO TELLES, *Direito das Obrigações*, 7.ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 1997

Inocêncio GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, 3.ª Edição, Manuais da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa, 1965

J.J. GOMES CANOTILHO, *Direito e Teoria da Constituição*, 7.ª Edição, 15.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Dezembro de 2011

Jeroen J.M. KREMERS, Dirk SCHOENMAKER e Peter J. WIERTS, *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, 2003

João BAPTISTA MACHADO, "Pressupostos da Resolução por Incumprimento", in *Boletim da Faculdade de Direito*, N.º Especial, Vol. II, "Estudos em homenagem ao Prof. Doutor J.J. Teixeira Ribeiro, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1979

João BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 14.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Setembro de 2004

João CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros*, Tomo I, Almedina, Coimbra, 2005

João CALVÃO DA SILVA, *Responsabilidade civil do produtor,* Almedina, Coimbra, Abril de 1999

João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 10.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006

João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, 7.ªEdição, Almedina, Coimbra

João Montes FERREIRA GOMES, "A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º24, Novembro de 2006, CMVM, Lisboa

João Nuno CALVÃO DA SILVA, "O Estado Regulador, as Autoridades Reguladoras Independentes e os Serviços de Interesse Económico Geral", in *Temas de Integração,* N.º 20, 2º Semestre de 2005, Almedina, Coimbra

João SOARES DA SILVA, "Euronext – Alguns aspetos de enquadramento e estrutura jurídica", in *A propósito de corproate governance e de direito das sociedades e dos valores mobiliários; escritos vários*, Almedina, Coimbra, Julho de 2018

João SOARES, "Os Reguladores e a Defesa do Interesse Nacional: Dilemas no caso do Mercado de Capitais", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 15, Dezembro de 2002, CMVM, Lisboa

Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Responsabilidade pré-contratual: breves anotações sobre a natureza e o regime", in *Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra/Estudos em homenagem ao prof. doutor Manuel Henrique Mesquita,* Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2009

Joaquim de SOUSA RIBEIRO, "Autonomia privada e atipicidade dos valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006

John ARMOUR et alli, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2016

Jorge Manuel COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 5.ª Edição, Almedina, Coimbra, Fevereiro de 2016

Jorge SINDE MONTEIRO, "Culpa *in contrahendo*", in *Cadernos de Justiça Administrativa,* N.º 42, Novembro – Dezembro 2003, Cejur, Braga

Jorge SINDE MONTEIRO, "Responsabilidade delitual: da ilicitude", in Separata de *Comemorações dos 35 Anos do Código Civil e dos 25 Anos da Reforma de 1977,* Coimbra Editora, Coimbra, 2007

Jorge SINDE MONTEIRO, "Responsabilidade por informações face a terceiros", in *Dereito: Revista xurídica da Universidade de Santiago de Compostela*, Vol. 7, N.º 1, 1998, Servicio de Publicacións e Intercambio Cientifico, Santiago de Compostela

Jorge SINDE MONTEIRO, "Rudimentos da responsabilidade civil", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Ano II, 2005, Coimbra Editora, Coimbra

Jorge SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações,* Livraria Almedina, Coimbra, 1989

José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "A protecção do investidor", in *Direito dos Valores Mobiliários,* Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003

José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "A Teoria Finalista e o Ilícito Civil", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa,* Vol. 27, 1986

José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "O Actual Conceito de Valor Mobiliário", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários,* Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2000

José de OLIVEIRA ASCENSÃO, "O novíssimo conceito de valor mobiliário", in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários,* Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, Janeiro de 2006

José de OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Civil: Teoria Geral*, Vol. II, 2.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2003

José ENGRÁCIA ANTUNES, "Contratos de intermediação financeira*",* in *Separata de Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. 85, Imprensa da Universidade, Coimbra, 2009

José ENGRÁCIA ANTUNES, "Deveres e responsabilidade do intermediário financeiro – alguns aspetos", in C*adernos de Mercado de Valores Mobiliários*, N.º56, Abril de 2017, CMVM, Lisboa

José ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª Edição Revista e Atualizada, Almedina, Coimbra, 2020

José FERREIRA GOMES e Diogo COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, AAFDL, Lisboa, 2018

José FERREIRA GOMES, "Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MiFID II", in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Almedina, Coimbra, 2017

José João de AVILLEZ OGANDO, "Os deveres de informação permanente no mercado de capitais", in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, N.ºs 1-2, Novembro 2004, Ordem dos Advogados, Lisboa, disponível em https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2004/ano-64-vol-i-ii-nov-2004/artigos-doutrinais/jose-joao-de-avillez-ogando-os-deveres-de-informacao-permanente-no-mercado-de-capitais-star/

José M.ª de la CUESTE RUTE et alli, *Contratos mercantiles*, Vol. III, 1.ª Edição, Bosch, Barcelona, 2007

José Manuel QUELHAS, *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*, Almedina, Coimbra, 2012

José NUNES PEREIRA, “O novo Código de Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

José Ramón CANO RISCO, *Enciclopedia básica de la bolsa y del inversor financeiro*, 2.ª Edição, Tecnos, Madrid, 2003

Luís CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. II, 5.ª Edição, Universidade Católica Editora, Porto, 2010

Luís Guilherme CATARINO, “Informação: utopia, realidade e intervenção pública”, in *Direito dos Valores Mobiliários/Instituto dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, Coimbra, 2011

Luís GUILHERME CATARINO, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamento e limites do governo e jurisdição das autoridades independente*, Almedina, Coimbra, Abril de 2010

Luís Manuel Teles de MENEZES LEITÃO, “Actividades de intermediação e responsabilidade de intermediários financeiros”, *in Direito dos Valores Mobiliários*/Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, Junho de 2000

Luís MÁXIMO DOS SANTOS, “O conselho nacional de supervisores financeiros”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2011

Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. I, 15.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018

Luís MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. III, 13.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019

Madalena PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Transparência no mercado de capitais: *information overload:* eficiência ou tutela dos investidores”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 8, N.º4, 2016, Almedina, Coimbra

Mafalda GOUVEIA MARQUES, Mário FREIRE, "A informação no mercado de capitais", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º3, Segundo Semestre de 1998, CMVM, Lisboa

Mafalda MIRANDA BARBOSA, "A reforma francesa da responsabilidade civil – breves considerações em sede extracontratual", in *Revista da Faculdade de Direito e Ciência Política,* N.º11, 2018, Grupo Lusófona, Porto

Mafalda MIRANDA BARBOSA, "Entre a gestão do risco e a especulação: reflexões a propósitos de certos contratos de derivados de crédito", in *Boletim de Ciências Económicas,* Vol. 60, 2017, Universidade de Coimbra, Coimbra

Mafalda MIRANDA BARBOSA, "Haftungsbegründende kausalität e haftungsausfüllende kausalität/Causalidade fundamentadora e causalidade preenchedora da responsabilidade", in *Revista da Faculdade de Direito e Ciência* Política, Universidade Lusófona do Porto, N.º10, 2017

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Danos – Uma leitura Personalista da responsabilidade civil,* 1.ª Edição, Princípia Editora, Cascais, 2018

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Direito Civil e Sistema Financeiro,* 1.ª Edição, Principia, Cascais, Maio de 2016

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Do nexo de causalidade ao nexo de imputação: contributos para a compreensão da natureza binária e personalística do requisito causal ao nível da responsabilidade civil extracontratual*, Princípia, Cascais, 2013

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Falta e vícios da vontade Dogmática e jurisprudência em diálogo,* 1.ª Edição, Gestlegal, Coimbra, Janeiro de 2020

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. Responsabilidade: a precaução como fundamento da imputação delitual,* Almedina, Coimbra, 2006

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Lições de Responsabilidade Civil*, 1.ª Edição, Princípia, Cascais, 2018

Mafalda MIRANDA BARBOSA, *Responsabilidade Civil Extracontratual/Novas Perspetivas em Matéria de Nexo de Causalidade*, 1.ªEdição, Princípia, Cascais, 2014

Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, "A responsabilidade dos intermediários financeiros por informações deficitárias ou falta de adequação dos instrumentos financeiros", in Revista de direito comercial, 2018, pp. 1225 e ss., disponível em https://static1.squarespace.com/static/58596f8a29687fe710cf45cd/t/5bc057fd0d9297c32f03409a/1539332094497/2018-25.pdf

Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Contratos e Deveres de Proteção,* Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1989

Manuel A. CARNEIRO DA FRADA, *Uma "Terceira Via da Responsabilidade no Direito da Responsabilidade Civil"/ O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores,* Livraria Almedina, Coimbra, 1997

Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, Coimbra, 2007

Manuel de ANDRADE, *Teoria geral das obrigações*, I, Livraria Almedina, Coimbra

Manuel GOMES DA SILVA, *O Dever de Prestar e o Dever de Indemnizar,* Vol. I, Tipografia Ramos, Lisboa, 1944

Manuel SÁ MARTINS, "Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco por Informações Prestadas aos Investidores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 47, Abril de 2014, CMVM, Lisboa

Manuel SÁ MARTINS, "Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco por Informações Prestadas aos Investidores", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 47, Abril de 2014, CMVM, Lisboa

Manuel VEIGA DE FARIA, "Algumas questões em torno da responsabilidade civil dos bancos pela concessão ou recusa de crédito e por informações, conselhos ou recomendações", in *Revista da Banca*, N.º35, Julho-Setembro de 1995, A.P.B., Lisboa

Marco BRECHT, “European Disclosure for the New Millennium”, in *Capital markets and company law*, Oxford University Press, Oxford, Abril de 2003

Margarida AZEVEDO ALMEIDA, “A responsabilidade civil de intermediários financeiros por informação deficitária e falta de adequação dos instrumentos financeiros”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários/I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017

Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, “A responsabilidade civil perante os investidores por realizaçao de relatórios de auditoria, recomendações de investimentos e relatórios de notação de risco”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 36, Agosto de 2010, CMVM, Lisboa

Margarida AZEVEDO DE ALMEIDA, “A responsabilidade civil por prospecto no direito dos valores mobiliários: o bem jurídico protegido”, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, Janeiro de 2014

Maria Fernanda MAÇÃS, “O Controlo Jurisdicional das Autoridades Reguladoras Independentes”, in *Cadernos de Justiça Administrativa*, N.º 58, Julho-Agosto de 2006, CEJUR-Centro de Estudos Judiciários do Minho, Braga

Mario BARCELLONA, “Strutture della responsabilità e “ingiustizia” del danno”, in *Europa e Diritto Privato*, N.º2, 2000, Giuffré, Milão

Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, “O concurso da responsabilidade civil contratual e da extracontratual”, in *Ab uno ad omnes:75 anos da Coimbra Editora:1920-1995*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998

Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, “Responsabilidade civil pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato”, Coimbra Editora, Coimbra, 1984

Mário Júlio de ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, 12.ª Edição Revista e Actualizada, 3.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, Dezembro de 2009

Miguel COELHO, "A actividade de research em Portugal, as recomendações de investimento e os conflitos de interesses", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º16, Abril de 2003, CMVM, Lisboa

Miguel COELHO, "Analistas financeiros e recomendações de investimento", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, Dezembro de 2001, CMVM, Lisboa

Miguel TEIXEIRA DE SOUSA, *O concurso de títulos de aquisição da prestação/Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões*, Almedina, Coimbra, 1988

Muriel FABRE-MAGNAR, *Droit des obligations*, Vol. II, Thémis, Presses universitaires de France, Paris, 2010

Nuno CASAL, "Best execution – execução nas melhores condições", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 27, Agosto 2007, CMVM, Lisboa

Nuno PINTO OLIVEIRA, "O princípio da boa fé como fórmula vazia?", in *Scientia Iuridica*, Tomo LVI, N.º 309, Janeiro/Março 2007, Universidade do Minho

Nuno PINTO OLIVEIRA, "Sobre o conceito da ilicitude do art. 483.º do Código Civil", in *Estudos em Homenagem a Francisco José Velozo*, Universidade do Minho, Braga, 2002

Nuno PINTO OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, 1.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2011

Nuno PINTO OLVEIRA, "Os deveres acessórios 50 anos depois", in *Revista de Direito Civil*, Ano II, 2017, 2, Almedina, Coimbra

Oscar León ISLAS, "La vorágine de los mercados de capitales dessarollados", in *Comercio Exterior*, Vol. 54, N.º 12, 2004, B.N.C.E., Cidade do México

Paulo CÂMARA, "A actividade de auditoria e a fiscalização de sociedades cotadas – definição de um modelo de supervisão", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 16, Abril de 2003, CMVM, Lisboa,

Paulo CÂMARA, "A oferta de valores mobiliários realizada através da Internet" in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º1, Segundo Semestre de 1997, CMVM, Lisboa

Paulo CÂMARA, "Emissão e subscrição de valores mobiliários", in *Direito dos Valores Mobiliários/I Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997

Paulo CÂMARA, "Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros", in *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009

Paulo CÂMARA, "Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 2, Primeiro Semestre de 1998, CMVM, Lisboa

Paulo CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016

Paulo MOTA PINTO, "Sobre condição e causa na responsabilidade civil (Nota a propósito do problema de causalidade da causa virtual)", in *ARS IVDICANDI/Estudos em Homenagem ao Prof Doutor António Castanheira Neves*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2008

Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2008

Paulo MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2008

Paulo PEREIRA DA SILVA, "O conteúdo informativo dos relatórios de análise financeira – evidência empírica par ao mercado português", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º41, Abril de 2012, CMVM, Lisboa

Pedro ÁVILA, *Sobre as consequências da violação do dever de informação do intermediário financeiro no âmbito de um contrato de gestão de carteira,* Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2014

Pedro BAPTISTA LIMA, "A causalidade virtual e o comportamento lícito alternativo na responsabilidade civil aquiliana – Uma perspetiva integrada", in *Revista de Direito Civil,* Ano 2, N.º4, 2017, Almedina, Coimbra

Pedro BOULLOSA GONZALEZ, "Qualidade da informação", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 49, Dezembro de 2014, CMVM, Lisboa

Pedro PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil,* 8.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015

Pedro ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações (parte especial). Contratos,* 2.ª Edição, 5.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2014

Philippe BRUN, *Responsabilité Civile Extracontratuelle,* 2.ª Edição, Litec. Lexis Nexis, Paris, 2009

Pietro SIRENA, "La restituzione dell'arricchimento e il risarcimento del danno", in Rivista di diritto civile, Ano 55, N.º1, Janeiro-Fevereiro 2009, CEDAM, Padova

Rafaela Rocha, "Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações", in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 18, Agosto 2004, CMVM, Lisboa

Ranald Michie, "The stock market and the corporate economy: a historical overview", in *Handbook of Research on Stock Market Globalization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2012

Renzo COSTI, *Il mercato mobilare,* 9.ª Edição, G. Giappichelli Editore, Turim, 2014

Ricardo SÁ FERNANDES, "O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em Especial", in *Direito dos Valores Mobiliários/I Curso sobre o Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2017

Rudolf von JHERING, tradução de Paulo MOTA PINTO, *Culpa in contrahendo ou indemnização em contratos nulos ou não chegados à perfeição,* Almedina, Coimbra, 2008

Rui ATAÍDE, *Responsabilidade por Violação de Deveres no Tráfego,* Almedina, Coimbra, 2019

Rui Manuel VASCONCELOS PINTO, *A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco,* Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, Outubro de 2018

Rui PINTO DUARTE, "Contratos de Intermediação Financeira no Código de Valores Mobiliários", in *Cadernos do Mercados de Valores Mobiliários*, N.º7, Abril de 2000, CMVM, Lisboa

Rui POLÓNIA, *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros,* Almedina, Coimbra, Março de 2019

Rui Violante GONÇALVES, *A supervisão portuguesa da atividade financeira*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2012

Sarah SWAMMY e Michael McMaster, *Governance, Compliance and Supervision in the Capital Markets,* 1.ª Edição, Wiley, Maio de 2018, Nova Jérsia

Sofia NASCIMENTO RODRIGUES, "A protecção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários", in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira,* Almedina, Coimbra, 2007

Sofia NASCIMENTO RODRIGUES, "O direito de resolução do investidor na contratação de serviços financeiros à distância", in *Direito dos Valores Mobiliários,* Instituto dos Valores Mobiliários, Vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007

Vernon VALENTINE PARLMER, Mauro BUSSANI, *Pure Economic Loss New Horizons in Comparative Law*, Routledge-Cavendish, Londres-Nova Iorque, 2009

Victor MENDES, “O perfil de risco do investidor português em valores mobiliários”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º11, Agosto de 2001, CMVM, Lisboa

Walter WILBURG, *Die Elementen des Schadensrechte*, Elwet, Marburg ad Lahn, 1941

Jurisprudência

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 18 de Novembro de 1999, Processo N.º 99B869;

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 24 de Setembro de 2019, Processo N.º 9773/16.8T8LSB.L1-7;

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 27 de Setembro de 2012, Processo N.º 512/10.8TCFUN.L1-2;

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 06/11/2012, Processo N.º 4068/06.8TBCSC.L1.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 12 de Janeiro de 2017, Processo N.º 40/13.0TBBR.C1.S1;

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 14 de Março de 2019, Processo N.º 2547/16.8T8LRA.C2.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 15 de Março de 2005

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 17 de Abril de 2007, Processo N.º 07A701;

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 25 de Setembro de 2007, Processo N.º 07A2206;

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 7 de Fevereiro de 2019, Processo N.º 31/17.1T8PVZ.P1.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 9 de Setembro de 2010, Processo N.º 1970/04.5TVPRT;

Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães, de 2 de Maio de 2013, Processo N.º 981/04.5TBFAF.G2;

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 12 de Abril de 2018, Processo N.º 417/17.1YRLSB-8

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 24 de Outubro de 2019, Processo N.º 2069/13.9TCLRS.L1-6;

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 21 de Janeiro de 2014, Processo N.º 996/11.7TBPRD.P2

Acórdãos do BGH, 05/03/2009, NJW-RR, 2009, 687 e 11/02/2014, WM, 2014, 661