

REVISTA de  
*direito financeiro*  
e dos **mercados de**  
**capitais**

REVISTA  
DE  
DIREITO  
FINANCEIRO  
E DOS  
MERCADOS  
DE  
CAPITAIS

2 RDFMC (2019)

Diretor: A. Barreto Menezes Cordeiro

Abril de 2019  
*Edição gratuita*

Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais  
2 RDFMC (2019)

**Diretor**

A. Barreto Menezes Cordeiro

**Comissão de Redação**

A. Barreto Menezes Cordeiro

Ana Perestrelo de Oliveira

Filipe Albuquerque Matos

Margarida Lima Rego

Paulo Câmara

**Comissão Científica**

António Menezes Cordeiro

António Pedro Ferreira

António Pinto Monteiro

Armindo Saraiva Matias

Carlos Ferreira de Almeida

Carlos Osório de Castro

Fernando Gravato Morais

Frederico Lacerda da Costa Pinto

Gabriela Figueiredo Dias

Luís Menezes Leitão

Luís Morais

Januário da Costa Gomes

Jorge Brito Pereira

Manuel Carneiro da Frada

Miguel Pestana de Vasconcelos

Paula Costa e Silva

Paulo Mota Pinto

Paulo Olavo Cunha Pedro Maia

Pedro Romano Martinez Rui Pinto Duarte

**Comissão Executiva**

Dinis Braz Teixeira

Joana Costa Lopes

Maria Leonor Ruivo

**Paginação**

Jorge Neves

**Proprietária**

Blook, Lda.

NIPC: 513 900 276

**Sócios**

Pedro Francisco Bugalho Lacerda (50%)

António Barreto Menezes Cordeiro (50%)

**Registo ERC**

127257

## ÍNDICE

Investment (Security) Tokens: a captação de fundos através de Initial Coin Offerings e Token Sales . . . . .	127
<i>Tiago Azevedo Basilio</i>	
O novo regime jurídico da distribuição de seguros e de resseguros: a Directiva (UE) n.º 2016/97, de 20-Jan., e a Lei n.º 7/2019, de 16-Jan., que a transpôs . . . . .	169
<i>Francisco Rodrigues Rocha</i>	
(Un)reasonable searches and seizures? Algumas dúvidas, medos e ansiedades sobre a Lei n.º 17/2019 e o dever de denunciar contas acima de cinquenta mil euros . . . . .	199
<i>Miguel da Câmara Machado</i>	
Súmula Jurisprudencial (jan. e fev. 2019). . . . .	219





TIAGO AZEVEDO BASÍLIO

Advogado Estagiário da Cuatrecasas, Gonçalves Pereira

## Investment (Security) Tokens: a captação de fundos através de Initial Coin Offerings e Token Sales<sup>1</sup>

*Investment (Security Tokens): fundraising through Initial Coin Offerings and Tokens Sales*

**RESUMO:** Em 2017 as empresas tecnológicas, designadamente *tech startups*, captaram vários milhões de euros através da venda de ativos digitais (*tokens*). Numa *Token Sale*, também referida como “*Initial Coin Offering*” (ICO), os fundadores, sócios de uma sociedade comercial ou organizadores de um projeto, emitem e vendem *tokens* digitais junto do público para financiarem os seus negócios com base na tecnologia *blockchain*. Este boom de *Token Sales* pode representar um novo meio de captação de fundos para empresas numa fase inicial da sua atividade. As *Token Sales* e as *Initial Coin Offerings* representam um meio rápido para financiar novos projetos empresariais, mas sofrem de riscos consideráveis, os quais têm levantado questões relativas aos mecanismos de regulação no (novo) “mercado cripto”. Este artigo apresenta algumas propostas para mitigar a incerteza legal no que diz respeito às ICOs e proteger os “cripto-investidores”.

<sup>1</sup> O estudo que se segue decorre da apresentação e discussão na Escola de Direito de Lisboa da Universidade Católica Portuguesa e resulta, em traços gerais, da investigação realizada no âmbito da unidade curricular de Capital Social e Financiamento de Sociedades, do Mestrado em Direito Empresarial, regida pela Prof.<sup>a</sup> Doutora Ana Perestrelo de Oliveira.

**Palavras-chave:** (i) initial coin offerings; (ii) token sales; (iii) investment (security) tokens; (iv) early stage companies; (v) fintech.

**ABSTRACT:** In 2017 tech companies (namely tech startups) raised several million euros through the sale of digital assets (tokens). In a Token Sale, also referred as “Initial Coin Offering” (ICO), founders, shareholders of a company or project organizers issue and sell digital tokens to the public to finance their blockchain-based businesses. This boom of Token Sales could represent a new way of fundraising for early stage companies. Token Sales and Initial Coin Offerings represents a fast access to finance for new enterprises, but suffer from considerable risks, which has raised questions regarding the regulation mechanisms in the (new) “crypto market”. This paper provides some proposals to mitigate legal uncertainty concerning ICOs and to protect “crypto-investors”.

**Keywords:** (i) initial coin offerings; (ii) token sales; (iii) investment (security) tokens; (iv) early stage companies; (v) fintech.

**SUMÁRIO:** 1. Introdução: ICOs e *Token Sales* enquanto novo meio de financiamento; 2. Realidades tecnológicas subjacentes: 2.1. Os *Smart Contracts*; 2.2. A *Blockchain*. 3. Potencialidades e riscos. 4. ICOs e *Token Sales*: 4.1. Configuração, operações afins e perspectivas regulatórias; 4.2. Processo de emissão em geral e as suas características típicas; 4.3. Modalidades de *tokens*; 5. Tratamento jurídico dos *investment (security) tokens*: 5.1. O caso do *DAO token*; 5.2. Os *investment (security) tokens* no sistema jurídico português. 6. Conclusões. Bibliografia.

## 1. Introdução: ICOs e *Token Sales* enquanto novo meio de financiamento

As *Initial Coin Offerings* (ICOs) e as *Token Sales*<sup>2</sup> são temas centrais da inovação financeira da segunda metade da presente década. Estas operações possibilitam a emissão de *tokens* que, atra-

<sup>2</sup> Apesar de serem operações formalmente semelhantes, apresentam diferenças no que diz respeito ao tipo de ativo emitido: enquanto nas ICOs são emitidas *coins*, nas *Token Sales* são emitidos *tokens* que podem representar diversas funcionalidades – incluindo a função

vés da sua aquisição por investidores, financiam empresas e/ou projetos. O interesse subjacente a este meio de financiamento tem sido comprovado pelo crescimento exponencial do número de emissões e dos valores captados<sup>3</sup>. Em 2017, os fundos angariados atingiram aproximadamente os quatro mil milhões de dólares, números superados no primeiro trimestre de 2018, chegando aos seis mil milhões de dólares<sup>4</sup>. Este é, assim, um mercado em franco crescimento que transitou de *too small to care* para *too large to ignore*<sup>5</sup>. O crescimento do “mercado cripto” deve-se, em parte, ao efeito boleia do *boom* associado às criptomoedas – como a *Bitcoin* e a *Ether* – e ao interesse em torno das tecnologias subjacentes, nomeadamente a *Blockchain*. Além de ser um mercado especulativo onde os seus *players* procuram mais-valias consideráveis, este também se tem apresentado como um meio alternativo de financiamento para muitas empresas.

As *early stage companies* deparam-se com um problema crónico no início da sua atividade: a existência de um *funding gap*<sup>6</sup> na captação de financiamento. Seja por estarem num momento embrionário, seja pela dificuldade em constituir garantias junto da banca. O problema intensifica-se quando em causa estejam empresas de base tecnológica onde predominam ativos intangíveis de difícil avaliação e que dificilmente servem de colateral. É neste horizonte

de meio de pagamento (*coins*). Ou seja: as ICOs enquadram-se como operações específicas no horizonte alargado das *Token Sales*.

<sup>3</sup> Dirk A. Zetsche/Ross P. Buckley/Linus Forh, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators* (19-nov.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3072298> (consultado a 3 de junho de 2018), 2, 19.

<sup>4</sup> Cfr. Aurelio Gurrea-Martinez/Nydia Remolina, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings* (11-jun.-2018). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3182261> (consultado a 15 de junho 2018), 5.

<sup>5</sup> Cfr. Douglas W. Arner/Janos Nathan Barberis/Ross P. Buckley, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?* (20-out.-2015). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2676553> (consultado a 13 de junho 2018), 34.

<sup>6</sup> Sobre esta problemática, V., entre outros, Ana Perestrelo de Oliveira, *O papel das startups na fintech e o ciclo de financiamento de startups*, em *Fintech – Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira /Diogo Pereira Duarte, Almedina: Coimbra (2017), 237-246, 239-243.



que as *Token Sales* se têm apresentado como uma alternativa ao financiamento “tradicional”, quer a nível bancário quer no âmbito do capital de risco<sup>7</sup>. Este não é, porém, um meio de captar fundos exclusivo de *startups* ou projetos em fase de arranque, a prática tem demonstrado que esta também é uma solução para as empresas em situação económica difícil (*financial distress*)<sup>8</sup>. A Kodak – empresa emblemática do setor fotográfico – após anos a atravessar severas dificuldades financeiras<sup>9</sup>, lançou a KodakOne: uma plataforma de gestão de direitos de imagem que, através da *Blockchain*, criará um registo digital criptografado de direitos de autor para fotógrafos que registem os seus trabalhos, podendo “licenciá-los” na plataforma. A KODAKCoin – a *token* emitida na ICO subjacente à plataforma KodakOne – permite, entre outras funcionalidades, que os fotógrafos participantes recebam um pagamento pela alienação dos seus trabalhos registados na plataforma. O anúncio da ICO teve, desde logo, um impacto na *market capitalization*<sup>10</sup> (*market cap*) da empresa, consubstanciando numa valorização bolsista de \$3.13 para \$10.77.

Perante a oportunidade que este fenómeno financeiro representa para o financiamento das sociedades comerciais irei, num primeiro momento, analisar as tecnologias que estão subjacentes às *Token Sales*. Posteriormente, a atenção irá recair sobre os fun-

<sup>7</sup> Regulado em Portugal pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, que consagra o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado. Cfr., Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2017), 71-91.

<sup>8</sup> Relativamente aos custos de *distress* no âmbito da estrutura de capital e os efeitos financeiros nas empresas V., John R. Graham/Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field* (12-abr.-2000). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=220251> (consultado a 13 de junho de 2018), 10 ss; Gregor Andrade/Steven N. Kaplan, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed* (agos-1998). Acessível em: <http://www.nber.org/papers/w6145> (consultado a 13 de junho 2018), 19-26.

<sup>9</sup> No início de 2012 a empresa requereu a proteção contra credores no âmbito do *Chapter 11* do *United States Bankruptcy Code*. A Kodak foi, no mesmo período, retirada (*delisted*) da *New York Stock Exchange*.

<sup>10</sup> Este é um meio de avaliação de empresas cotadas (*listed*) no qual se divide o valor total de mercado pelo número de ações.

damentos económico-financeiros que podem incentivar e afastar quer os emitentes/ofereentes, quer os investidores deste mecanismo de captação de fundos. De seguida, procurarei delimitar as *Token Sales* com operações semelhantes e analisar o estado atual do tratamento regulatório desta matéria, bem como o processo de emissão de *tokens* e as características destes ativos digitais. Por fim, e depois de compreendida a realidade subjacente às *sales*, irei tecer algumas considerações sobre o tratamento jurídico da temática deste estudo.

## 2. Realidades tecnológicas subjacentes

### 2.1. Os *Smart Contracts*

Os *Smart Contracts*<sup>11</sup> ou, na tradução portuguesa, contratos inteligentes, configuram um *código de programação de computador que permite, por operação do próprio computador, monitorizar e/ou executar um contrato, sem necessidade de interferência humana*<sup>12</sup>. Isto é, são contratos digitalmente “autoexecutáveis” e automatizáveis<sup>13</sup>.

Os *smart contracts* têm recebido especial tratamento conceptual face às diferentes realidades que retratam, podendo ser categorizado em três definições distintas<sup>14</sup>: i) os *smart legal contracts*; ii) os *smart contracts code* iii) e os *smart alternative contracts*. Os primeiros são aqueles em que existe uma conjugação entre a relação jurídica e o código de computador, ou pela substituição parcial ou total da primeira pelo segundo. O segundo conceito refere-se à execução técnica do contrato inteligente, isto é, à execução automatizada

<sup>11</sup> Max Raskin, *The Law and Legality of Smart Contracts*, Vol. I, 2, Georgetown Law Technology Review (2017), 305-341, 309-315.

<sup>12</sup> Miguel Stokes/Gabriel Freire Ramos, *Smart Contracts*, 46, Actualidad Jurídica Uría Menéndez (2017), 124-127, 124.

<sup>13</sup> Stéphane Blemus, *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, 4, Revue Trimestrielle de Droit Financier (Corporate Finance and Capital Markets Law Review) – RTDF (2017), 1-15, 13.

<sup>14</sup> Cfr. *Whitepaper* em co-autoria da *Linklaters* e da *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, *Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective*, August 2017, 4-5.

por um programa de acordo com a verificação de condições pré-definidas. Ao serem definidas as regras que irão gerar as respetivas consequências jurídicas, o computador controla e executa, através dos códigos de programação, as situações jurídicas inerentes ao contrato em causa. Em suma: há uma incorporação de regras contratuais (*wet code*) em código (*dry code*)<sup>15</sup>. Por fim, a terceira realidade é reconduzida naquilo que tem vindo a ser cunhado como *Lex Informatica*<sup>16</sup> ou *Lex Cryptographia*<sup>17</sup> representando novos tipos (sociais) de contratos (atípicos), com cláusulas e estruturas que não têm correspondência exata no Direito constituído.

Importa dar nota de que esta não é uma realidade recente<sup>18-19</sup>, a automatização contratual tem tratamento legal no nosso sistema desde a entrada em vigor, no início do milénio, do regime jurídico dos contratos celebrados à distância<sup>20</sup>. O diploma regula, nos artigos 21.º a 23.º, os negócios celebrados por autómatos quer para a obtenção de bens, quer para a prestação de serviços<sup>21</sup>.

<sup>15</sup> Aaron Wright/Primavera de Filippi, *Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia* (20-mar.-2015). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2580664> (consultado a 15 de junho de 2018), cit., 25.

<sup>16</sup> Joel R. Reidenberg, *Lex Informatica: The Formulation of Information Policy Rules Through Technology*, Vol. 76, 3, Texas Law Review (1998), 553-593.

<sup>17</sup> Aaron Wright/Primavera de Filippi, *Decentralized Blockchain Technology* cit., 44-51.

<sup>18</sup> Cfr. Nick Szabo, *Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets* (1996). Acessível em: [http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart\\_contracts\\_2.html](http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html) (consultado a 25 de maio de 2018).

<sup>19</sup> É notável a germinação dos autómatos e das suas utilidades ao longo da história da robótica. Na literatura é relatada a história de Turco, um autómato xadrezista inventado por Wolfgang von Kempelen no século XVIII, Tom Standage, *The Turk: The Life and Times of the Famous Eighteenth-Century Chess-Playing Machine*, Berkley (2002).

<sup>20</sup> Decreto-Lei n.º 143/2001, de 26 de abril, que a procedeu à transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva n.º 97/7/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio, relativa à proteção dos consumidores em matéria de contratos celebrados à distância.

<sup>21</sup> Para uma primeira abordagem, V., entre outros, Luís Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, 4.ª ed., Universidade Católica Editora: Lisboa (2007) 122-124.

Já numa perspetiva prática, estes contratos podem ser reconduzidos à seguinte fórmula<sup>22</sup>:

*“Se ocorrer o facto X, então o código de programação de computador irá gerar a consequência Y”*

Existem, todavia, limitações quanto ao clausulado no contrato e ao alcance prático desta realidade contratual. Estando desprovido da inteligência e sensibilidade humana, o computador é incapaz de interpretar ambiguidades linguísticas muitas vezes presentes nos contratos. É, destarte, impossível a esta realidade tecnológica a interpretação de conceitos indeterminados.

O alcance desta tecnologia contratual é vasto, ainda que limitado a atividades que sejam, direta ou indiretamente, do domínio virtual uma vez que é esse o *habitat* natural da computação digital. O horizonte de utilidades dos *Smart Contracts*, ainda que limitadas pela computação, é infinita. Existe, desta forma, uma especial atenção no tratamento jurídico destes contratos. As vendas automáticas são há muito reguladas pelo nosso sistema e, mais recentemente, a negociação algorítmica recebeu a atenção do legislador europeu<sup>23</sup>, levando a que estes não sejam temas totalmente novos para os juristas. Coloca-se, contudo, a questão de saber se estes *Smart Contracts* são contratos no nosso sistema jurídico. A primeira ideia a retirar é que os contratos inteligentes podem corresponder a contratos em si mesmos, onde as partes celebraram um pacto, mas que está incorporado num código de computador. Nada impossibilita, ainda, que as partes incorporem no código apenas parte do clausulado e não todo o contrato. Estamos em sede de autonomia privada, *as partes têm a faculdade de fixar livremente o conteúdo dos contratos, celebrar contratos diferentes*<sup>24</sup> dos previstos na lei vigente. Quanto à forma,

<sup>22</sup> Cfr. Miguel Stokes/Gabriel Freire Ramos, *Smart Contracts* cit., 124.

<sup>23</sup> Matéria que recebe hoje tratamento legal no art. 17.º da nova Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II) – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 –, que revoga a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, conhecida por DMIF I.

<sup>24</sup> Art. 405.º/1 CCiv.

ao não existir forma especial exigida por lei, vigora o princípio da liberdade de forma<sup>25</sup> e, portanto, os contratos podem ser celebrados e representados por um código informático que será aplicado na *Blockchain*. Por fim, importa deixar uma brevíssima nota quanto à “autoexecução” (*self-executing*) dos contratos inteligentes. O que aqui está em causa não é o recurso a mecanismos heterónomos de resolução de litígios, como a execução judicial, mas sim a execução no sentido do cumprimento das prestações convencionadas.

## 2.2. A *Blockchain*

Mais recente<sup>26</sup> e ainda numa fase primária do seu desenvolvimento<sup>27</sup>, a *Blockchain* é uma tecnologia descentralizada de registo de dados (*distributed ledger technology*)<sup>28</sup> onde é possível chegar a um acordo sobre um determinado estado de coisas e registar esse pacto de forma segura e verificável através da combinação de redes *peer-to-peer*, de algoritmos criptográficos, do armazenamento distribuído de dados e de mecanismos de consenso descentralizados<sup>29</sup>.

<sup>25</sup> Art. 219.º CCiv.

<sup>26</sup> A primeira aplicação desta tecnologia foi em 2009, com a emissão da Bitcoin. Cfr., Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Acessível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Sobre os contributos teóricos relativos à criptografia que influenciaram a criação da *Blockchain* da *Bitcoin*, V., Whitfield Diffie/Martin E. Hellman, *New Directions in Cryptography*, Vol. 22, 6, (1976) IEEE Transactions on Information Theory, 644-654.

<sup>27</sup> A própria Comissão Europeia lançou, a 1 de fevereiro de 2018, o Observatório e Fórum da UE para a Tecnologia de Cadeia de Blocos (*Blockchain*). A Comissão procura, assim, dar maior visibilidade à tecnologia *Blockchain* e desenvolver as iniciativas existentes, consolidar competências especializadas e abordar os problemas criados pelos novos paradigmas potenciados pela tecnologia, nomeadamente apoiando a indústria europeia, melhorando os processos empresariais e permitindo o desenvolvimento de novos modelos empresariais. Para maiores desenvolvimentos sobre a atuação deste Observatório: <https://www.eublockchainforum.eu/>.

<sup>28</sup> Francisco Mendes Correia, *A tecnologia descentralizada de registo de dados (Blockchain) no sector financeiro* em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, coord. Paulo Câmara, Almeida: Coimbra (2017), Governance Lab, 448-452, 448-449.

<sup>29</sup> Aaron Wright/Primavera de Filippi, *Decentralized Blockchain Technology* cit., 4-5.

Assim, em decorrência da descentralização, é permitido que todos os participantes da rede (“mineiros”) sejam responsáveis pela manutenção e atualização da informação inerente à base de dados, bem como validar os registos de informação através de um consenso multilateral. Para tal, os “mineiros” resolvem problemas matemáticos de extrema complexidade através de suporte informático de alta performance. Sempre que o problema é resolvido os dados são adicionados à rede, através da criação e validação em blocos (*block*) criptografados que são agregados aos blocos anteriores da cadeia (*chain*). Como tal, a alteração ou eliminação dessa informação só se efetiva caso exista novo consenso entre os participantes. A informação presente na *Blockchain* é distribuída num registo global descentralizado<sup>30</sup> onde é publicada, de modo imediato, qualquer transferência de dados.

Estas características representam inúmeras vantagens<sup>31</sup> que são disruptivas face ao tradicional registo da titularidade e das transações de instrumentos financeiros. Desde logo pelo facto de se evitarem possíveis conflitos de interesses pela inexistência de um intermediário que possa ser corrompido. A própria integridade da informação presente no sistema fica salvaguardada, uma vez que os dados não podem ser alterados individualmente, mas sim apenas e só, como referi, atingido um consenso multilateral. As alterações unilaterais de informação são, portanto, rejeitadas pelo sistema. Apesar de inúmeras vantagens competitivas com o sistema baseado na intermediação, existem ainda riscos que não podem ser ignorados. O *FinTech Action plan* da Comissão Europeia identifica alguns, como é o caso da dificuldade de determinação da lei aplicável às plataformas de *Blockchain*<sup>32</sup>.

<sup>30</sup> João Vieira dos Santos, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings* (2018). Acessível em: [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt) (consultado a 7 de junho de 2018), cit., 6.

<sup>31</sup> Christian Catalini/Joshua S. Gans, *Some Simple Economics of the Blockchain* (27-nov.2016). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2874598> (consultado a 10 maio 2018), 5-15.

<sup>32</sup> Comunicação da Comissão Europeia sobre o Plano de Ação para a Tecnologia Financeira: rumo a um setor financeiro europeu mais competitivo e inovador, Bruxelas, 8 de março de 2018, 10.

### 3. Potencialidades e riscos

Este novo meio de financiamento de empresas tem levado à captação de altos valores de fundos, chamando a atenção de alguns *players* de mercado que começam a considerar esta opção para investir ou se financiar. São várias as vantagens que estão subjacentes às ICOs, importa conhecê-las consoante a posição do agente económico na emissão:

#### *1) Perspetiva dos emitentes/oferentes*

As *Token Sales*, em especial as *utility tokens offerings* e as *initial coin offerings*, podem não implicar uma perda direta de propriedade. Por um lado, porque pode não existir uma sociedade comercial a ser financiada, mas apenas um projeto; por outro, porque os emitentes podem ter mantido a estrutura de participações sociais anterior à oferta, seja pela emissão dos *tokens* através de um veículo segregado da sociedade comercial, seja pelas próprias características dos *tokens* – em ambos os casos não existe uma afetação do *status socii*<sup>33</sup> dos sócios existentes. A manutenção do controlo (efetivo) é um fator atrativo para os emitentes, tendo, à partida, maior liberdade na gestão do projeto ou da empresa.

Tal como no *Crowdfunding*, a democratização do capital possibilita que se alargue o perímetro de investimento, não só pelo aumento de potenciais investidores de retalho, como pela captação de fundos de mercados geográficos<sup>34</sup> que, sem a internet<sup>35</sup>, não seriam alcan-

<sup>33</sup> António Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades – Parte Geral*, I, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina: Coimbra (2016), 623-627.

<sup>34</sup> Sobre a temática na ótica do *crowdfunding*, V., Ajay Agrawal/Christian Catalini/Avi Goldfarb, *The Geography of Crowdfunding* (20-out.-2010). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=1692661> (consultado a: 12 de junho 2018), 4-9, 13-14.

<sup>35</sup> Como refere João Vieira dos Santos a propósito da relação e dos impactos entre a *internet* e o *Crowdfunding* – e que é totalmente extensível às *Token Sales* –, este “pode ser o veículo ideal para se promover esta democratização, porque tem a capacidade de, através da Web, auxiliar um maior número de pessoas a realizar os seus investimentos que sempre pretenderam, e apoiar, de modo mais eficiente, as pequenas e médias empresas a conseguirem obter financiamento. (...) a dispersão da informação por milhões de pessoas abre

çados. Deste modo, a inexistência de um bom *networking* junto de investidores profissionais não se coloca como um impeditivo do sucesso na angariação de capital para financiar projetos.

A inexistência de regulação específica na maior parte dos sistemas jurídicos permite que os *founders/developers* não tenham custos de transação associados à documentação informativa que é, por norma, extensa e necessita, em muitos casos, de assessoria técnica na sua feitura.

Em suma: este é um mecanismo eficiente de captação de fundos que auxilia os responsáveis pelo projeto a focarem-se neste e não propriamente no seu financiamento. A somar a isto, deve ter-se em conta que este é um *hot market*<sup>36</sup> que atrai a atenção dos *players* de mercado, sendo por isso um modo de financiamento chamativo e de fácil publicidade.

## *II) Perspetiva dos investidores/financiadores*

Este é um meio de captação de fundos que, pela sua democraticidade, facilita o acesso dos investidores de retalho ao mercado cripto. Todavia, atualmente, tende a existir uma alteração do perfil de investidores em *Token Sales* e ICOs, estando os investidores profissionais – em especial a indústria do *venture capital* – a ganhar espaço. Tal mudança decorre da ameaça que se coloca junto dos fundos de *venture capital* (VCs) e que é descrita por Dirk Zetzsche, Ross

uma enorme oportunidade para alargar a participação da população no sistema financeiro. A tecnologia, que permitiu o advento do *Crowdfunding*, potencia a eficiência e o efeito multiplicador do princípio económico subjacente ao financiamento do público: a distribuição do risco. Esta fonte de financiamento tem, no fundo, a mesma função económica que os mercados de capitais de alocação de recursos e canalização de poupanças para mais e melhores investimentos e para o fomento de uma maior estabilidade de toda a economia.”, João Vieira dos Santos, *Regime jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)*, IX, 3, RDS (2017), 643-676, 658.

<sup>36</sup> Os dados existentes demonstram que existe uma enorme liquidez neste tipo de operações. O primeiro dia de negociação tende a apresentar valorizações consideráveis. Para consultar dados em concreto, V., Saman Adhami/Giancarlo Giudici/Stefano Martinazzi, *Why Do Businesses Go Crypto? An Empirical Analysis of Initial Coin Offerings* (3-out.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3046209> (consultado a 14 de junho 2018), 3.



P. Buckley, Douglas W. Arner e Linus Föhr “*ICOs could certainly eat the breakfast of many venture capitalists as well as their lunch*”<sup>37</sup>, isto é, as *Tokens Sales* podem retirar espaço ao tradicional capital de risco e representar perdas de oportunidades de investimento, forçando os VCs a assumir uma gestão ativa no mercado cripto.

Outro elemento de especial interesse é o facto de, perante a vastidão e variedade de *tokens* emitidas, existir uma oportunidade de dispersar o risco dos investidores através da diversificação do investimento<sup>38</sup>.

Por fim, as funcionalidades inerentes aos *tokens* adquiridos são outro fator de interesse para os investidores. Não só porque podem estar em causa projetos inovadores, como podem traduzir uma futura mais-valia aquando a sua transação em mercado secundário.

Os riscos desta atividade não podem, contudo, ser ignorados. Os próprios reguladores identificam-nos e aqui, nesta sede, importa analisar alguns deles. Um dos grandes problemas (senão o maior) que se coloca nestas operações é a assimetria informativa<sup>39</sup>. A informação presente nos documentos informativos (*white papers*), além de *non-binding*, é demasiado técnica e/ou confusa, traduzindo-se na dificuldade em delimitar a funcionalidade do *token*, o que se está a financiar e qual a natureza jurídica da relação entre a emitente e os *tokenholders*. E daqui resulta, naturalmente, um problema de insegurança jurídica que pode afastar potenciais investidores e a tornar a distinção entre bons e maus investimentos cada vez mais obscura. Parece-me que, a este nível, existe cada vez mais (ainda que involuntariamente) um *market for lemons*<sup>40</sup> no mercado cripto fomentado pelo excesso de (má) informação. Além disto e ainda neste campo, existem lacunas informativas que são comuns nos

<sup>37</sup> Dirk Zetsche/Ross P. Buckley/Douglas W. Arner/Linus Föhr, *The ICO Gold Rush* cit., 21.

<sup>38</sup> Richard A. Brealey/Stewart C. Myers/Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, 10.<sup>a</sup> ed., McGraw-Hill/Irwin: New York (2011), 185-190.

<sup>39</sup> Rute Saraiva, *Direito dos Mercados Financeiros*, 2.<sup>a</sup> ed., AAFDL ed.: Lisboa (2018), 95-100.

<sup>40</sup> Cfr. Madalena Perestrelo de Oliveira, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, VIII, 4, RDS (2016), 787-809, 794, nota 33.

*white papers*<sup>41</sup>, a saber: carência de dados sobre os emitentes; omissões quanto à alocação do capital angariado (por fases); incerteza quanto à estrutura jurídica utilizada; falta de informação sobre a situação financeira e contabilística; inexistência de verificação da informação por um terceiro independente (auditor)<sup>42</sup>.

Outra problemática da maior importância é a não alocação do capital angariado na ICO. A utilização dos fundos para fins pessoais, como fraudes, não são novidade. Em 2017 a *Securities and Exchange Commission* (SEC) multou um empresário e as suas empresas por fraude junto dos investidores aquando da emissão da REcoin, a primeira criptomoeda colateralizada em ativos imobiliários<sup>43</sup>. Os investidores receberam a informação que a empresa tinha uma “equipa de advogados, *brokers* e contabilistas” e que os fundos angariados seriam investidos na aquisição de imóveis, quando na verdade não existia qualquer contrato celebrado. Destarte, os subscritores da emissão foram levados a crer que estariam a financiar um projeto quando na verdade não existia qualquer atividade comercial subjacente.

As *Token Sales* e os respetivos projetos financiados não são alheios aos riscos tradicionais da realidade empresarial. Porém, existem riscos que se intensificam neste campo. O risco operacional é aquele que merece especial chamada de atenção. A possibilidade de ocorrência de erros tecnológicos que, por si só, seriam razoáveis, intensifica-se com o *hacking* e esquemas de *phishing*<sup>44</sup>. Existem ainda três riscos que estão associados entre si e que, pela especificidade das emissões de *tokens*, não podem deixar de ser analisados em conjunto, isto é, os riscos de liquidez, de mercado e de câmbio/

<sup>41</sup> Dirk Zetsche/Ross P. Buckley/Douglas W. Arner/Linus Föhr, *The ICO Gold Rush* cit., 17.

<sup>42</sup> Este é, porém, um elemento que, por vezes, é de difícil concretização. Não só pela falta de especialização no setor “cripto”, como pelo teor inovador que muitas vezes os projetos revelam.

<sup>43</sup> Os contornos mais específicos do caso podem ser consultados em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>.

<sup>44</sup> Usman W. Chohan, *Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability* (05-dez.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3080098> (consultado a 15 de junho de 2018), 1.

equivalência. Os *tokens* podem ser adquiridas através de *cryptocurrencies* que, por sua vez, financiam o projeto. Sendo o mercado das criptomoedas extremamente volátil<sup>45</sup>, o valor dos fundos obtidos pode desvalorizar por si, ou por referência (equivalência) a uma moeda real ou outra moeda virtual, ao ponto de causar problemas de liquidez.

Não se pode ainda esquecer o facto de os investidores, em especial os não profissionais, não personificarem aquilo que os economistas apelidam de *homo economicus* – um agente económico racional que procura a maximização e otimização do seu bem-estar – e, como tal, existem interferências nas decisões de investir (ou desinvestir) por força da ausência de informação, da falta de qualidade da informação e até do elemento emocional<sup>46</sup>. Neste sentido, não se deve desprezar a salvaguarda dos interesses dos investidores perante um mercado tão específico e em desenvolvimento<sup>47</sup>.

## 4. ICOs e *Token Sales*

### 4.1. Configuração, operações afins e perspetivas regulatórias

Na prática de mercado e por força da influência anglo-saxónica, as *Token Sales* também são conhecidas como, *Token-based Crowdsales*, *Token Generation Events* (TGE) ou *Token Distribution Event* (TDE). Independentemente da formulação utilizada, o que aqui está em causa é a captação digital de fundos, através da tecnologia *Block-*

<sup>45</sup> Este tem sido um mercado utilizado para estratégias de *pump and dump*: os investidores adquirem um grande número de *cryptocurrencies* por um valor e, posteriormente, procuram aumentá-lo consideravelmente através de informações erróneas, falsas ou exageradas. Quando existir uma efetiva valorização do investimento inicial, esses investidores vendem as *cryptocurrencies*, levando a um desajustamento entre a oferta e procura e respetiva descida de preço. Sobre o tema V., Lucian A. Bedchuck/Alon Brav/Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, Vol. 115, Columbia Law Review (2015), 1087-1155, 1130-1134.

<sup>46</sup> Rute Saraiva, *Direito dos Mercados Financeiros* cit., 106.

<sup>47</sup> A SEC criou recentemente um website onde simula uma ICO com o objetivo de educar os investidores relativamente a aspetos que são comuns em *Token Sales* fraudulentas. O conteúdo desta simulação pode ser acessível em: <https://www.howeycoins.com/>.

*chain*, pela emissão de ativos digitais (*tokens*) que conferem direitos relativamente ao projeto ou sociedade que se visa financiar, em contrapartida do recebimento de moedas virtuais ou de moeda real.

As *Token Sales* e as ICOs iniciam-se com a publicação de um *white paper* que descreve o projeto e os direitos e obrigações conferidas aos titulares dos *tokens* (*tokenholders*). O emitente, de seguida, coloca um *smart contract* na *Blockchain* que, em termos simplificados, possibilitará que suceda o seguinte: se existir registo da entrada de **X** valor (correspondente a **Y** quantidade de *tokens*) em determinada criptomoeda ou moeda, então serão transmitidas **Y** *tokens* para determinada conta (*e-wallet*). Em síntese: existe uma transmissão de dados representativos de valor e quantidade. Esta aquisição pelos investidores tanto pode ser feita diretamente entre emitente e investidor, como através de uma plataforma de negociação de criptomoedas.

Existem duas operações de financiamento que são tipicamente comparadas às *token sales*, as ofertas públicas iniciais e o *crowdfunding*. Revela-se, portanto, aconselhável compreender em que medida estas operações se assemelham e se distinguem.

As ofertas públicas iniciais (OPI) – ou *Initial Public Offer* (IPO) – são uma das operações que têm maior similitude com as emissões de *tokens*. Enquanto nas primeiras existe uma dispersão de valores mobiliários em bolsa, como ações; na segunda o objeto da oferta pública corresponderá a *tokens*, mas não existe qualquer mercado regulamentado onde “listar” esses ativos. A “listagem” de valores mobiliários em bolsa pressupõe um processo<sup>48</sup> fixado por lei e acompanhado pela entidade gestora desse mercado regulamentado<sup>49</sup> e pela CMVM. As ofertas públicas iniciais estão, portanto, sujeitas às regras do Código dos Valores Mobiliários e à regulação interna da *Euronext Lisbon*; já as *token sales* não têm, de momento, qualquer quadro regulatório próprio que oriente o processo e consagre, entre outras, regras de informação – como sucede nas OPI com a feita

<sup>48</sup> Sobre a preparação e o processo de entrada em bolsa, V. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance* cit., 98-103.

<sup>49</sup> Em Portugal é à *Euronext Lisbon* – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. que competem as funções de entidade gestora do mercado regulamentado de ações.

e publicação do prospeto<sup>50</sup>. O próprio estágio de desenvolvimento da empresa reflete que as emissões e vendas de *tokens* são pensadas, em geral, para *early stage companies*, enquanto as IPOs representam um meio de financiamento para sociedades com maior maturidade.

Na perspectiva dos investidores existem duas características que são fundamentais para realizar esta destinação. A primeira está relacionada com a alocação do capital angariado. Nas *Token Sales* o que é financiado é, muitas vezes, um projeto específico, algo que não sucede nas ofertas públicas iniciais, visto que existe a ideia de financiamento do desenvolvimento de uma realidade com outro grau de maturidade: a empresa a longo prazo. Em segundo lugar, um elemento essencial nesta distinção é a participação dos investidores: com a emissão de ações – nas IPOs – os novos acionistas sabem o que resulta da sua participação social, existe um perímetro bem definido relativamente aos seus direitos e obrigações<sup>51</sup>; já nas vendas de ativos digitais, a liberdade para estruturar os *tokens* é tanta que os direitos conferidos apresentam uma enorme plasticidade.

A democratização na obtenção de fundos não é exclusiva das *Token Sales*. O financiamento colaborativo (*Crowdfunding*) é outro meio alternativo de financiamento semelhante às emissões de *tokens*. Ainda que sejam operações distintas, o previsto no art. 2.º do Regime jurídico do financiamento colaborativo<sup>52,53</sup> pode deixar algumas dúvidas<sup>54</sup>:

<sup>50</sup> O nível de transparência nas *Token Sales* e nas *Initial Coin Offerings* está dependente da informação que os emitentes queiram empregar nos seus documentos informativos.

<sup>51</sup> Seja através da emissão ou venda de ações ordinárias ou ações especiais, a verdade é que, quer da lei quer da própria prática de mercado, os investidores têm conhecimento e segurança jurídica suficientes para saber minimamente o que estão a adquirir.

<sup>52</sup> Previsto na Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro.

<sup>53</sup> Como evidencia Diogo Pereira Duarte, a noção consagrada pelo legislador apresenta diversos defeitos. V. Diogo Pereira Duarte, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*, em *Fintech – Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira/Diogo Pereira Duarte, Almedina: Coimbra (2017), 247-300, 284-286.

<sup>54</sup> Iris M. Barsan refere que as ICOs são um meio de alternativo de *Crowdfunding* que, entre

“O financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.”

Coloca-se, todavia, a questão de saber se a legislação nacional relativa ao *Crowdfunding*<sup>55</sup> é aplicável às *Token Generation Events*. A doutrina tem vindo a dar uma resposta negativa. As razões que justificam tal tese partem, desde logo, pela inadequação dos regimes a esta realidade económica e tecnológica. No nosso sistema, além do RJFC, a matéria é ainda regulada pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2016 (relativo às modalidades de capital e empréstimo) e pela Lei n.º 3/2018<sup>56</sup>. Destes regimes resultam limitações de angariação<sup>57</sup> e de acessibilidade que são inoperantes face à realidade subjacente às *Token Sales*<sup>58</sup>, isto porque o capital captado é, por norma, muito superior às balizas quantitativas definidas pelo legislador. Ora, admitir estes limites de financiamento aos emitentes seria reprimir uma indústria que ainda está num momento embrionário.

outras características, financiam projetos baseados na *Blockchain*. Cfr., Iris M. Barsan, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)*, em *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (2017), 54-65, 54.

<sup>55</sup> Sobre o tema, V., entre outros, Luís Guilherme Catarino, *Crowdfunding e Crowdfunding: o regresso ao futuro?* em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2017), 321-389; Ethan R. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Vol. 29, 1, *Journal of Business Venturing* (12-jul.-2012). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2088298> (consultado a 12 de junho de 2018), 1-16.

<sup>56</sup> Define o regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo e procede à primeira alteração à Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que aprova o regime jurídico do financiamento colaborativo.

<sup>57</sup> O regulamento estipula limitações que diz respeito aos investidores no art. 12.º e quanto aos beneficiários no art. 19.º.

<sup>58</sup> Neste sentido: Jonathan Rohr/Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets* (5-out.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3048104> (consultado a 12 de junho de 2018), 89; Philipp Hacker/Chris Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law* (30-nov.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3075820> (consultado a 13 de junho 2018), 38.

Além do mais, as próprias regras estão feitas e pensadas para um modelo de negociação que pressupõe a intermediação das plataformas. Como vimos anteriormente, a *Blockchain* associada às emissões de *tokens* leva a uma descentralização da desintermediação no que diz respeito às transações desses títulos, o que me leva a concluir que este regime construído em torno das plataformas de *Crowdfunding* é desajustado às emissões *tokens*<sup>59</sup>.

A discussão complica-se, porém, quando analisamos o âmbito material de aplicação do RJFC. O artigo 2.º atrás mencionado não constitui o âmbito material do diploma, apenas contém uma definição deficitária<sup>60</sup>, deixando o intérprete-aplicador num limbo de incertezas quanto à aplicação deste diploma a realidades tão distintas do *crowdfunding*. O próprio âmbito de aplicação<sup>61</sup> da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às empresas, previsto no artigo 2.º, parece afastar a aplicação das regras de *Crowdfunding* às *Token Sales*.

Devido ao aumento exponencial deste tipo de emissões e tendo em conta a falta de regulação específica, as *Token Sales* têm recebido especial atenção pelos reguladores um pouco por todo o globo. As plataformas de transação de criptomoedas foram as primeiras a receberem tratamento através da regulação da sua atividade<sup>62</sup>.

<sup>59</sup> Em sentido convergente, João Vieira dos Santos, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings* cit., 17.

<sup>60</sup> No entendimento de Diogo Pereira Duarte, o perímetro de aplicação do diploma abarca três áreas, a saber: i) as ofertas de participações em sociedades que não são representadas por valores mobiliários; ii) as ofertas de valores mobiliários representativos do capital em sociedades, mas excluídas do âmbito de aplicação do CVM; e iii) as ofertas de contratos de rendimento indexado a essas participações, desde que feitas com recurso à internet e sem intermediação financeira, cfr. Diogo Pereira Duarte, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)* cit., 286-287.

<sup>61</sup> O regulamento aplica-se aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo autorizados para tal e às pessoas coletivas que pretendam prestar serviços de financiamento colaborativo e sejam autorizadas pela ESMA. Em ambas as situações existe uma lógica de intermediação que é antagónica às *Token Sales*.

<sup>62</sup> No Estado de Nova Iorque foi criado, pela *New York State Department of Financial Services* (NYSDFS), a BitLicense: uma licença para prosseguir atividades relacionadas com

Face à atualidade do movimento regulatório a nível mundial, é possível identificar três grandes blocos de tomadas de posição: *i*) aqueles que proibiram em absoluto as *sales*; *ii*) os que emitem meros alertas sobre perigos das emissões junto dos investidores; e *iii*) os reguladores que recorrem à aplicação da legislação vigente face à modalidade de *token* em causa. Importa analisar cada uma destas.

### *I) Proibicionistas*

A proibição de *Token Sales* e ICOs é defendida pelos reguladores chineses e sul-coreanos. O regulador chinês<sup>63</sup> trata de forma unificada as *tokens* e as moedas virtuais, não fazendo qualquer distinção quanto às suas funcionalidades e modalidades. A partir deste pressuposto considera que os *tokens* (ou moedas virtuais) *não têm atributos monetários ou legais*, isto é, não constituem uma responsabilidade ou obrigação em sentido jurídico e, como tal, *não devem circular no mercado como moeda*. Além disto, representam emissões ilegais de valores mobiliários e estão, por norma, associadas a fraudes financeiras, esquemas em pirâmide e outras atividades criminais.

A questão chinesa é, todavia, mais complexa face ao rigoroso controlo da entrada e saída de capitais do país<sup>64</sup> – existe uma fiscalização e, por vezes, necessidade de autorização por parte das autoridades chinesas para a circulação de capitais. Tal controlo é dificultado quando em causa estão ativos digitais que podem ter como característica o anonimato dos titulares.

Já a Comissão de Serviços Financeiros da Coreia do Sul<sup>65</sup>, perante o “aumento da procura especulativa” por este tipo de emissões e os seus efeitos adversos, como o risco de fraude, decidiu proibir todas as formas de ICOs.

a transação de criptomoedas. O documento está disponível em: <https://www.dfs.ny.gov/banking/virtualcurrency.htm>.

<sup>63</sup> A decisão de proibir a ICOs pode ser consultada em: <http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab6554/info4080736.htm>

<sup>64</sup> Thomas Piketty, *O Capital no século XXI*, Círculo de Leitores: Lisboa (2014), 815-817.

<sup>65</sup> A decisão está disponível em: [http://www.fsc.go.kr/info/ntc\\_news\\_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=&sword=&r\\_url=&menu=7210100&no=32085](http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=&sword=&r_url=&menu=7210100&no=32085).



## II) Meros alertas sobre os perigos das emissões junto dos investidores

Existem reguladores que não fazem qualquer tratamento da matéria, deixando as emissões de *tokens* desreguladas. Limitam-se, para o efeito, a emitir avisos junto dos investidores relativamente aos perigos relacionados com as emissões<sup>66</sup>. É este o caso português. A CMVM lançou um comunicado<sup>67</sup> sobre os alertas aos investidores destas emissões destacando os seguintes riscos:

– *Atividade não regulamentada*: a maioria dos ICOs, pela forma como são estruturados, não são regulamentados, o que significa que poderão ficar fora da regulamentação dos mercados. No entanto é preciso analisar cada caso concreto para, em função das circunstâncias e independentemente da terminologia utilizada, se poder determinar se os instrumentos estão abrangidos ou não pela referida regulamentação.

Como consequência dos ICOs ficarem fora do espaço regulamentado os investidores ficam desprotegidos.

– *Volatilidade dos preços/falta de liquidez*: o valor de um *token* é propenso a uma elevada volatilidade, podendo ficar sujeito a alterações significativas de mercado. Os *tokens* poderão não ter liquidez e os investidores podem estar expostos à impossibilidade de os transacionarem.

– *Potencial de fraude/branqueamento de capitais*: alguns emitentes podem destinar os fundos angariados para propósitos distintos dos divulgados aquando da comercialização.

– *Documentação inadequada*: em vez de um prospeto, os ICOs geralmente fornecem apenas um “*White Paper*”, o qual pode ter infor-

<sup>66</sup> Foi esta a posição tomada pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ao elencar os seguintes perigos: *i*) a existência de um mercado não regulado, vulnerável a fraudes ou atividades ilícitas; *ii*) o grande risco de perda total do capital investido; *iii*) a falta de opções de saída devido à não conversão com moedas reais, bem como a existência de preços altamente voláteis; *iv*) a informação inadequada; e *v*) a suscetibilidade de existirem falhas tecnológicas associadas à *distributed ledger* ou à *blockchain*. Este comunicado pode ser consultado em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-alerts-investors-high-risks-initial-coin-offerings-icos>.

<sup>67</sup> O comunicado encontra-se disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20171103a.aspx>.

mação não objetiva, incompleta, pouco clara ou não esclarecedora. Geralmente é necessário conhecimento técnico sofisticado para entender as características e os riscos das criptomoedas ou *tokens*.

– *Projetos em fase inicial*: os projetos financiados através de ICOs estão, geralmente, em fase inicial de desenvolvimento e os seus modelos de negócio são experimentais.

– *Risco de perda total do capital investido*: o capital investido num ICO não está garantido, existindo a possibilidade de perda total do capital investido. Os riscos associados ao investimento poderão não estar referidos na documentação.”

### *III) Aplicação da legislação vigente face à modalidade de token em causa*

Existem outros Estados que têm em consideração o *token* emitido e, só depois de compreenderem a realidade subjacente, fazem o devido tratamento da operação e o ativo emitido. O que tem estado aqui em causa é a aplicação de diferentes ramos do Direito face à modalidade dos *tokens* emitidos. Nos Estados Unidos da América, como será analisado em momento futuro, foi aplicada a legislação mobiliária a uma emissão de *tokens* uma vez que a SEC considerou que, *in casu*, os títulos emitidos eram, em boa verdade, *securities*. Também em Singapura – um *crypto-friendly country* – foi seguida esta posição. A *Monetary Authority of Singapore* (MAS) referiu que, caso o *token* entre no perímetro do conceito de *securities*, existe um dever sobre o emitente em apresentar e registar o prospeto junto da MAS antes da oferta dos respetivos títulos<sup>68</sup>.

## **4.2. Processo de emissão em geral e as suas características típicas**

As emissões de *tokens* iniciam-se, por norma, com a divulgação de um documento informativo equivalente ao prospeto nas ofertas

<sup>68</sup> Cfr. ponto 5 do comunicado da MAS. Disponível em: <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>.

públicas<sup>69</sup>, isto é, o *white paper* (ou *token sale term*). Este documento, ao contrário do que sucede com o prospeto, não necessita, à partida, de ser aprovado pela CMVM (art. 114.º/1 CVM), nem aquando da sua divulgação (art. 140.º/1 CVM). Ao ser uma matéria não regulada, os emitentes estão no âmbito da sua autonomia privada, levando-os a atuar segundo as práticas deste mercado. As *Token Sales* têm um *habit* próprio, algo que é totalmente perceptível no momento da divulgação do *white paper*. Os canais de informação não são os tradicionalmente utilizados pelos agentes de mercado<sup>70</sup>, mas sim aqueles que as comunidades virtuais tendem a utilizar, ou seja, as redes sociais, os fóruns *online*<sup>71</sup> e as aplicações informáticas de comunicação<sup>72</sup>.

Além do modo como é feita a divulgação do *white paper*, o conteúdo deste documento informativo apresenta características muito próprias, não existindo o dever de incluir as informações comuns do prospeto (art. 136.º CVM). Perante os problemas de assimetria informativa já elencados, importa considerar aqueles que, em minha opinião, são os elementos mínimos do documento e que deverão dar respostas aos potenciais investidores, a saber, i) quem?; ii) como e o quê?; iii) quanto?; e iv) quando?.

O *white paper* deve dar a conhecer, num primeiro plano, **quem** são os responsáveis pelo projeto (em especial, os *developers*) e/ou a sociedade comercial a financiar. Tal apresentação é, por norma, sumária: existe por um lado, uma referência à experiência profissional e académica; e por outro, qual a função a desempenhar no projeto ou realidade societária a ser financiada. Além destes elementos pessoais, deve ainda constar a informação sobre a situação económica, patrimonial e financeira do emitente.

<sup>69</sup> Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Almedina: Coimbra (2016), 729-733.

<sup>70</sup> Como é o caso do Sistema de Difusão de Informação da CMVM (art. 367.º CVM).

<sup>71</sup> Serve de exemplo paradigmático o fórum dedicado à *Ethereum* no *Reddit* que junta mais de 350 mil subscritores na comunidade. V., *Reddit*, “/r/Ethereum,” <https://www.reddit.com/r/ethereum> (último acesso em 18 de junho de 2018).

<sup>72</sup> Jonathan Rohr/Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales* cit., 4, 27-28.

Os investidores necessitam de conhecer o que estão a financiar (e/ou a adquirir) e isso decorre, de forma simplista, de dois aspectos. O primeiro relativo à configuração dos *tokens*, pois só assim os potenciais *tokenholders* sabem que direitos irão obter e que faculdades podem retirar desses ativos digitais, bem como os deveres a que estão sujeitos. Num segundo plano, as informações relativas ao projeto propriamente dito que serão tanto ou mais técnicas quanto maior for a tecnicidade subjacente ao projeto, o que tem especial relevância no ponto de vista da qualidade da informação. Nesta sede, tendo por base uma perspetiva de gestão estratégica<sup>73</sup>, é essencial demonstrar as vantagens competitivas do projeto e as suas finalidades a curto, médio e longo prazo. Não menos importantes são as informações relativas à *Blockchain* adotada ou criada e a natureza do código. Sobre este último aspeto, tem existido discussão relativamente aos benefícios que podem estar associados à utilização de um *open-source software*<sup>74</sup>, designadamente: a possibilidade de potenciar a inovação e uma maior flexibilidade tecnológica<sup>75</sup>; conferirem maior confiança ao *software* e ao projeto uma vez que, pela democraticidade do código, este pode ser testado por um número ilimitado de programadores que têm, assim, a faculdade de corrigir falhas operacionais no(s) programa(s) (*bugs*)<sup>76</sup>.

A alocação dos fundos deve ser outro dos elementos mínimos a constar *do white paper*. O modo como é aplicado o financiamento captado pode ser o mais diverso: regulatório e jurídico, *research and*

<sup>73</sup> David Besanko/David Dranove/Mark Shanley/Scott Schaefer, *Economics of Strategy*, 6.<sup>a</sup> ed., Quad Graphics: Wisconsin (2013), 165-284.

<sup>74</sup> O *open-source software* (OSS) é um tipo de *software* cujo código é público, ainda que sujeito a uma licença, no qual o detentor dos direitos de autor concede aos utilizadores os direitos para estudar, alterar e distribuir o *software*. Este tem sido, aliás, um fator que potencia o sucesso das emissões. Cfr. Adhami/Giudici/Martinazz, *Why Do Businesses Go Crypto?* cit., 14-15.

<sup>75</sup> Eric Von Hippel/Georg Von Krogh, *Open Source Software and the "Private-Collective" Innovation Model: Issues for Organization Science*, 14 *Organization Science* (2003), 209-223.

<sup>76</sup> Neste sentido: Ioannis Stamelos/Lefteris Angelis/Apostolos Oikonomou/Georgios L. Bleris, *Code quality analysis in open source software development*, Vol. 12, 1, *Information Systems Journal* (2002), 43-60. Todavia, o facto de esse código ser acessível a qualquer um, potencia a possibilidade de ataques (*hacking*) ao *software*.

*development* (R&D), *marketing* e vendas, custos operacionais, possíveis contingências, etc.

Por fim, e não menos importante, é essencial dar a conhecer o modo **como** será feita a estruturação jurídica da operação. O investidor necessita de saber se está a investir numa sociedade comercial, a comprar um bem ou uma prestação de serviços ou a adquirir um ativo que pode ser utilizado como meio de pagamento. Além do mais, e perante a primeira situação, é essencial informar se há ou não a separação da atividade operacional face à financeira, ou seja: se existe a segregação do capital recolhido num terceiro, por exemplo através de um *special purpose vehicle* (SPV), ou, pelo contrário, o capital será agrupado (*pooled*)<sup>77</sup> numa única sociedade. Outro meio de segregar os fundos captados na *token sales* é através de um contrato de depósito *escrow*<sup>78</sup>. O “lançamento” dos fundos para os emitentes deve acontecer gradualmente, após a ICO. A “separação de águas”, seja tanto por via do SPV ou com recurso a um *escrow*, tem como objetivo a prevenção de conflitos de interesses, isto é, a não alocação dos fundos recolhidos para fins pessoais.

No documento informativo devem ainda estar presentes os aspetos relativos ao **valor** de cada *token* e como é feito o pagamento, ou seja, através de moeda real<sup>79</sup>, de moeda virtual ou ambas as hipóteses. O *quantum* da emissão é outro elemento a incluir no *white paper*, visto que caso esta venda de *tokens* seja “*capped*”<sup>80</sup> a limitação do número de *tokens* tenderá a ter efeitos no preço a pagar.

Por fim, os investidores devem ter conhecimento de **quando** será realizada a emissão, isto é, o período temporal em que os *tokens* estarão disponíveis para subscrição (*offering period*), sendo natural

<sup>77</sup> Esta é a opção que, apesar de ser menos sofisticada em termos de *governance*, é a mais usual. V., Zetzsche/ Buckley/ Arner/Föhr, *The ICO Gold Rush* cit., 17

<sup>78</sup> Adhami/Giudici/Martinazzi, *Why Do Businesses Go Crypto?* cit., 23.

<sup>79</sup> Apesar de não a ser a prática de mercado, têm existido emissões que admitem que a subscrição seja realizada através de moeda real. Cfr. Adhami/Giudici/Martinazzi, *Why Do Businesses Go Crypto?* cit., 16.

<sup>80</sup> É prática comum no mercado a limitação quantitativa de *tokens* a emitir, considerando-se que a *Token Sale* é “*capped*”. Cfr., Rohr/Wright, *Blockchain-Based Token Sales* cit., 28, nota 76.

a presença das datas do início e do fim da ICO no corpo do documento. É cada vez mais comum os emitentes realizarem emissões prévias à emissão principal. Estas *presales*<sup>81</sup> servem muitas vezes para cobrir despesas incorridas com a *Token Sale* (a emissão principal) e apresentam metas de angariação inferiores, sendo que os *tokens* são vendidos geralmente por um valor inferior e conferem bônus aos *early investors*<sup>82</sup>.

A existência de *road maps* onde são apresentados, segundo uma ordem cronológica, os vários estádios de desenvolvimento do projeto e da própria *Token Generation Event* é outro fator que gera confiança juntos dos investidores, mesmo que estes “roteiros” sejam muitas vezes meras diretrizes que, com o decorrer da execução do projeto, possam ser alteradas face às circunstâncias do momento.

Os emitentes devem ainda considerar a presença de outros elementos neste documento. Em matéria de *governance* e de política de alinhamento de interesses, importa saber se a remuneração dos *developers* terá alguma componente em *tokens*<sup>83-84</sup>. A relevância da segurança tem um peso importantíssimo que não pode ser descuidado quando estão em causa projetos tecnológicos, quer no tratamento de dados pessoais dos utilizadores quer na prevenção de ataques informáticos (*hacking*). Desta forma, caso existam, cabe aos emitentes anunciar se têm o apoio de consultores, comissões ou especialistas em segurança informática. Esta é uma informação que poderá ter utilidade no reforço de confiança dos investidores e, através disso, contribuir para o sucesso da emissão.

<sup>81</sup> Gurrea-Martínez/ Remolina, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings* cit.,14-15.

<sup>82</sup> Para evitar potenciais cruzamentos entre os fundos captados na *Token presale* e o capital de angariado na emissão principal é aconselhável que se utilizem *smart contracts* distintos para cada evento. Destarte, clarifica-se a contabilidade e respetiva análise financeira da empresa.

<sup>83</sup> Esta é, inclusive, matéria considerada por alguns autores como “informação básica” a constar do *white paper*. Neste sentido: Rohr/ Wright, *Blockchain-Based Token Sales* cit., 27, nota 71.

<sup>84</sup> Sobre o papel da retribuição na *corporate governance*, V., entre outros, Guido Ferrarini/ /Niamh Moloney/Cristina Vespro, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice* (04-mar.-2004). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=419120> (consultado a 12 de junho de 2018), 11-14.

Outro elemento com relevância é a existência do direito de reembolso dos *tokens* (*redeemable tokens*) caso a subscrição seja incompleta, o que afasta a ideia de fraude e perda total dos fundos investidos.

Em suma: o que se pretende aqui, com a adoção destes elementos mínimos de informação na feitura do *white paper*, é evitar a materialização de danos na esfera jurídica dos investidores que não detinham informação de qualidade no momento da decisão de investir, tendo sido criadas expectativas com base em elementos informativos incompletos, falsos, desatualizados, pouco claros, não objetivos ou ilícitos. O *white paper* deve ser, assim, muito mais que um mero documento informativo: deve ter uma função protetora dos interesses dos investidores e do mercado.

Feita a divulgação do *white paper*, é iniciada a emissão no *offering period* previamente estipulado. As *Tokens Sales* têm semelhanças, como *supra* referi, com o *Crowdfunding* no sentido em que existe uma venda de ativos (neste caso digitais) que podem ser adquiridos em massa. Consoante a popularidade do projeto ou a notoriedade dos *developers* e/ou dos *founders*, a procura tenderá a aumentar. Outro fator de atratividade é a confiança resultante da venda a grandes investidores (*whales*)<sup>85</sup> através de *private Token Sales – private placements*. Todos estes fatores contribuem para que sucedam fenómenos, como os que ocorreram em determinadas ICOs onde a emissão foi totalmente subscrita em minutos ou até segundos<sup>86</sup>.

Ao não existir, à partida, a obrigação de intermediação financeira (art. 113.º CVM) nas emissões de *tokens*, existe uma desvantagem competitiva com as ofertas públicas reguladas no âmbito da legislação mobiliária. Nas IPOs a atividade de intermediação financeira, nomeadamente os serviços e atividades de investimento, pode

<sup>85</sup> Estes investidores pagam um prémio para garantirem esta “preferência” na subscrição face aos investidores de retalho.

<sup>86</sup> A ICO da Brave, uma *startup* criada por Brendan Eich, um dos *co-founders* do Mozilla, e que tem como *core* o desenvolvimento de um *browser*, captou cerca de 35 milhões de dólares em 30 segundos. Cfr. Chohan, *Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability* cit., 2.

conferir segurança aquando da distribuição dos valores mobiliários objeto de oferta pública, isto porque, entre outros, podem ser celebrados contratos de tomada firme (art. 339.º CVM) e de garantia de colocação (art. 340.º CVM). Enquanto no primeiro negócio jurídico o intermediário adquire os valores mobiliários objeto da oferta, obrigando-se a colocar por sua conta e risco esses títulos no mercado, no segundo o intermediário obriga-se a adquirir os valores mobiliários emitidos não subscritos. Ambos os instrumentos jurídicos reforçam a segurança e confiança do sucesso da emissão, algo que está fora da órbita das *Token Sales*.

A título final, é de destacar que cada vez mais emitentes recorrem a auditores externos para verificarem não só o conteúdo do *white paper* como a emissão em si. O *rating* nas *Token-based Crowdsales* é, inclusive, um mercado em crescimento, existindo uma proliferação de *players* a atuarem nesta área<sup>87</sup>.

### 4.3. Modalidades de *tokens*

A proliferação de *Token Sales* e ICOs e o facto de a estruturação de *tokens* estar no âmbito da autonomia privada dos emitentes – que utilizam a configuração do ativo digital para obter vantagens competitivas – tem levado à multidimensionalidade subjacente aos títulos emitidos. Tal plasticidade é paradigmaticamente descrita por Richard Olsen, CEO e *co-founder* da *FinTech Lykke Corp*: “*there won’t be millions of tokens. There will be millions of kinds of tokens.*”<sup>88, 89</sup>.

<sup>87</sup> A título exemplificativo, a ICObench é uma das mais procuradas pelos emitentes. Para maiores desenvolvimentos desta empresa de rating do mercado cripto: <https://www.icobench.com>.

<sup>88</sup> Cfr. David Siegel, *The Token Handbook*. E-book acessível em: <https://hackernoon.com/the-token-handbook-a80244a6aacb>.

<sup>89</sup> Isto é demonstrado pelo ensaio relativo a 253 *Token Sales* realizadas no período entre 2014-2017, onde se concluiu que, nesse período, 68% dos *tokens* emitidas conferiam direitos de acesso a serviços da plataforma; 24,9% atribuíam “poderes de governo” (e.g. direito de voto); e 26,1% dos casos dotavam os titulares dos *tokens* de direitos sobre os retornos. V. Adhami/Giudici/Martinazzi, *Why do businesses go crypto?* cit., 3.



A primeira categorização a que é possível recorrer é, desde logo, a destriça com base na finalidade<sup>90</sup>, isto é, *tokens* com ou sem fins lucrativos. Enquanto nos primeiros os seus titulares têm um escopo lucrativo, decorrente da possível futura mais-valia, os segundos têm o mero propósito de reunir participantes interessados na *Blockchain* para uso posterior<sup>91</sup>, por exemplo, no acesso a uma rede social. Já recorrendo a um critério subjacente à funcionalidade, a distinção feita é entre *tokens* puros e *tokens* híbridos<sup>92</sup>. As primeiras têm uma função própria<sup>93</sup> que é intrínseca ao ativo digital emitido, por sua vez, as segundas combinam várias funções numa só *token*. No que diz respeito aos *tokens* puras podemos distinguir entre: *i) payment (currency) tokens*; *ii) utility tokens*; e *iii) investment (security) tokens*. Importa, assim, analisar cada um destes.

### *I) Payment (currency) tokens*

A primeira emissão de *tokens* ocorreu através desta espécie de títulos, nomeadamente, com a criação e emissão da *Bitcoin*<sup>94</sup> entre 2008 e 2009. Do surgimento da *Bitcoin* até aos dias de hoje tem existido uma propagação de ICOs para a criação de novas<sup>95</sup> *currency tokens* também conhecidas como *cryptocurrencies*, ou, na tradução portuguesa, criptomoedas. Estas *coins* têm como especial caracte-

<sup>90</sup> Zetsche/Buckley/Arner/Föhr, *The ICO Gold Rush* cit., 10.

<sup>91</sup> É o caso da Bityond que foi emitida em Portugal e que, segundo o comunicado da CMVM, “permite apenas aos seus titulares participar em sondagens relacionadas com o desenvolvimento da plataforma criada pela Bityond Lda., sendo-lhes ainda permitido doar *tokens* à entidade no sentido de serem desenvolvidas novas funcionalidades”. O comunicado em causa está acessível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20180517a.aspx>.

<sup>92</sup> Hacker/Thomale, *Crypto-Securities Regulation* cit., 25-36.

<sup>93</sup> Com recurso a um critério de funcionalidade e finalidade para categorizar os *tokens* puros: Vieira dos Santos, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings* cit., 9.

<sup>94</sup> Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*.

<sup>95</sup> Depois da popularização da *Bitcoin*, surgiram criptomoedas alternativas que são conhecidas por *Altcoins*.

rística a sua função de meio de pagamento de bens e serviços externos à plataforma de onde foram criadas<sup>96</sup>.

No nosso sistema jurídico estas moedas virtuais apenas são meio de pagamento caso as partes o convençionem entre si. Não são, portanto, moeda com curso legal<sup>97</sup>.

## *II) Utility tokens*

Também conhecidas por *App Tokens*, têm a si associados direitos presentes (ou futuros) subjacentes à utilização de projetos realizados (ou a realizar) pelo emitente. Tais projetos podem ser os mais diversos, tendo o titular dos *tokens* a possibilidade de fruir de produtos ou usar serviços. Estas podem consubstanciar, entre um vasto número de utilidades, licenças de utilização de um programa de *software (usage token)*, ou no direito a ser membro de determinada comunidade (*community token*).

Em suma, estes *tokens* têm uma função de utilidade para os investidores que adquirem estes títulos.

## *III) Investment (security) tokens*

Para o perímetro que delimita este estudo, são estes os *tokens* que têm maior relevância e merecem uma atenção redobrada. Dependendo do modo como é estruturado, este tipo de ativos pode conferir direitos sobre os retornos obtidos e/ou até direitos de voto, bem como direitos ao recebimento de um pagamento periódico certo durante determinado período de tempo (juro). Enquanto os primeiros são reconduzidos àquilo que a doutrina vem apelidar de *equity tokens*<sup>98</sup>, os segundos têm vindo a ser reconhecidos como *debt tokens*.

<sup>96</sup> Hacker/Thomale, *Crypto-Securities Regulation* cit., 12.

<sup>97</sup> O Banco de Portugal considerou, em 2013, que a Bitcoin era uma moeda virtual que “compete com a moeda de curso legal (i.e. euro, dólar)”. O comunicado está disponível em: <https://www.bportugal.pt/comunicado/esclarecimento-do-banco-de-portugal-sobre-bitcoin>.

<sup>98</sup> Ryan Amsden/Denis Schweizer, *Are Blockchain Crowdsales the New ‘Gold Rush’? Success Determinants of Initial Coin Offerings* (30-abr.-2018). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3163849> (consultado a 12 de junho 2018), 7.

Existe, deste modo, uma expectativa que aqueles *tokens* venham a gerar *cash flows* futuros em resultado da atividade comercial das sociedades comerciais e/ou dos projetos subjacentes à emitente.

Existem também *sales* nas quais os *tokens* conferem o direito à subscrição ou aquisição de ações de uma futura sociedade comercial a constituir, realidades que se assemelham, respetivamente, aos *warrants*<sup>99</sup> e aos *warrants* autónomos<sup>100</sup>. É a este propósito que têm sido celebrados *Simple Agreements for Future Tokens* (SAFT)<sup>101</sup>. Estes contratos são celebrados entre os *developers* e *accredited investors*<sup>102</sup> – equivalentes a investidores profissionais –, podendo ser estruturados como *securities* (*investment contracts*)<sup>103</sup>. O SAFT exige que os investidores paguem dinheiro de imediato aos *developers* em troca de um direito futuro a *tokens* quando o projeto estiver concluído.

## 5. Tratamento jurídico dos *investment (security) tokens*

Como foi analisado anteriormente, a autonomia privada dos emitentes leva a que os *tokens* sejam hoje realidades de enorme plasticidade. A principal implicação a retirar desta factualidade é a de o tratamento jurídico da matéria não se poder basear numa perspetiva de *one-size-fits-all*<sup>104</sup>. Destarte, só depois de compreender a estrutura do *token* – e de a categorizar – é possível indagar sobre o alcance jurídico da emissão em causa. Para o escopo deste estudo,

<sup>99</sup> Art. 372.º-A CSC.

<sup>100</sup> Art. 1.º/e) CVM.

<sup>101</sup> Semelhantes aos *Simple Agreement for Future Equity* (SAFE), isto é, “um contrato (...) que institui um empréstimo subordinado sem data de maturidade associado a uma espécie de participação fantasma a operar num evento de liquidez, em especial a venda da sociedade a um fundo ou empresa de capital de risco”: Pereira Duarte, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)* cit., 260.

<sup>102</sup> §230.501 da *Regulation D—Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933*.

<sup>103</sup> Tendo em conta o previsto na *Section 2(a)(1)* do *Securities Act* e na *Section 3(a)(10)* do *Exchange Securities Act*.

<sup>104</sup> Zetzsche/Buckley/Arner/Föhr, *The ICO Gold Rush* cit., 22.

é essencial delimitar as *Token Generation Events* naquelas em que são emitidas *investment (security) tokens*.

### 5.1. O caso do *DAO token*

Num dos casos mais emblemáticos e essenciais no que diz respeito ao tratamento jurídico dos *tokens* e da respetiva emissão, a SEC determinou que os *tokens* emitidos no âmbito da *Decentralized Autonomous Organization (DAO)* seriam *securities* para efeitos de aplicação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934<sup>105</sup>. Desta decisão surgem as seguintes consequências:

- i) Todas as *securities* emitidas e vendidas nos Estados Unidos da América deveriam ser registadas junto da SEC, a menos que preencham alguma exceção relativa aos requisitos do registo;
- ii) Todas as entidades que prossigam a atividade de transação de *securities* devem registar-se como uma *national securities exchange*,

Para compreender o alcance desta decisão, importa analisar a factualidade subjacente ao caso e o tratamento jurídico dado pelo supervisor norte-americano. Entre 30 de abril e 28 de maio de 2016 (*offering period*), a *DAO* emitiu e vendeu aproximadamente 1.15 mil milhões (*billions*) de *DAO tokens* em troca de 12 milhões de *Ether* (moeda virtual utilizada na *Ethereum Blockchain*), o que permitiu, à data, um financiamento equivalente a quase 150 milhões de dólares.

As informações inerentes à *DAO* estavam presentes num *white paper* da autoria de *Christoph Jentzsch*, o *Chief Technology Officer (CTO)* da *Slock.it* – uma empresa alemã especializada em *Blockchain* e *Internet-of-Things (IoT)*. Nesse documento informativo e nas informações partilhadas em público existia uma descrição sobre

<sup>105</sup> Release n.º 81207, de 25 de julho de 2017.

o projeto relativo ao *DAO*, o qual funcionaria como um “contrato de *crowdfunding*” que tinha como objetivo “captar fundos para financiar empresas do mercado cripto”.

O “sistema” subjacente à *DAO* teria vários participantes com funções e poderes específicos, a saber:

- A *DAO entity*: não existia enquanto pessoa coletiva, nomeadamente sociedade comercial, mas sim uma realidade organizativa *ad hoc*;
- Os *DAO tokenholders*: aqueles que adquirem, através de *Ether*, e são titulares de *DAO tokens*, têm direito de voto sobre as propostas recebidas para financiar projetos e sobre a distribuição de lucros desses projetos financiados;
- Os *contractors*: os sujeitos que se relacionam com o sistema criado ao fazerem uma proposta para a obtenção de financiamento pela *DAO Entity*;
- Os *curators*: seriam aqueles que “supervisionam” o sistema, nomeadamente, através da revisão das propostas de obtenção de financiamento antes de serem votadas; da confirmação da identidade dos proponentes; da confirmação de que os *smart contracts* estão associados à proposta de financiamento e que teriam funções de segurança.

Face estes elementos, a SEC considerou que estes *tokens* são *securities*, nomeadamente contratos de investimento (*investment contracts*) para efeitos do previsto na *Section 2(a)(1)* do *Securities Act* e na *Section 3(a)(10)* do *Exchange Securities Act*. Para justificar esta decisão e concretizar a recondução à figura do contrato de investimento, a SEC recorreu ao *Howey test*<sup>106</sup>. Este teste parte da análise de quatro grandes critérios que foram aferidos face ao caso concreto, deste modo:

- i) Os investidores da *DAO* investiram dinheiro: a SEC considerou, com base na jurisprudência existente, que o investimento de dinheiro (*money*) não necessita de ter a forma

<sup>106</sup> *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S., 293, 391 (1946)

de numerário (*cash*)<sup>107</sup>. Como tal, a SEC entendeu que tal investimento poderia ser um tipo de contribuição de valor<sup>108</sup>, assim podem estar aqui em causa investimentos com a forma de bens ou serviços, ou “equivalência de valor”;

- ii) Empreendimento comum: o DAO, como um todo, representa uma cooperação entre os diversos intervenientes daquele “sistema”;
- iii) Expetativa razoável de obtenção de lucros: os *tokenholders*, segundo o *white paper* e a publicidade inerentes à emissão, têm direito aos lucros resultantes dos projetos financiados;
- iv) Esforço desenvolvido pela gestão de outrem: a ideia base deste critério é de os esforços de outrem – que não os investidores – serem essenciais para o sucesso ou o fracasso do negócio. *In casu*, a entidade DAO escolhe os curadores que pré-selecionam os projetos a serem (votados e) financiados, sendo o poder de voto dos *tokenholders* sobre o empreendido comum extremamente limitado. Votam apenas sobre projetos selecionados pelos curadores e não existem mecanismos de obtenção informação. Além disso, a pseudonímia (em consequência da criptografia utilizada na *Blockchain*) existente e a dispersão de *tokens* dificultam a existência de sindicatos de voto e maior controlo.

## **5.2. Os *investment (security) tokens* no sistema jurídico português**

Saber se a decisão da SEC sobre os *investment tokens* tem alcance no sistema jurídico português implica que se faça uma análise segundo a legislação mobiliária. O Código dos Valores Mobiliários consagra no seu artigo 1.º uma enumeração taxativa<sup>109</sup> de valores

<sup>107</sup> *Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc.* 940, F. 2d 564, 574 (10<sup>th</sup> Cir. 1991).

<sup>108</sup> Neste sentido: *SEC v. Shavers*, n.º 4:13-CV-416. 2014 WL 4652121, que considera que o investimento em Bitcoin, uma moeda virtual, preenche este primeiro critério do *Howey test*.

<sup>109</sup> António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercado*, 6.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra (2011), 642.

mobiliários. Todavia, na alínea g) do preceito existe uma cláusula geral que possibilita a criação de novos valores mobiliários, desde que preencham os requisitos da norma em causa. Existe, assim, a consagração de um princípio de atipicidade (*numerus apertus*) de valores mobiliários<sup>110</sup>. Esta alínea tem sido utilizada para definir valor mobiliário. São, portanto, elementos essenciais dos valores mobiliários:

- a) representação em *documento*;
- b) de *situações jurídicas homogêneas*;
- c) suscetíveis de *transmissão em mercado*.

Coloca-se, então, a questão: são os *investment tokens* valores mobiliários nos termos do disposto no art. 1.ºg) do CVM? Para responder à pergunta colocada é imprescindível analisar cada um dos requisitos em causa.

O conceito de documento está consagrado no art. 362.º do CCiv, sendo “qualquer objeto elaborado pelo homem com o fim de reproduzir ou representar uma pessoa, coisa ou facto”. Esta definição é, contudo, insuficiente e incoerente com as dimensões virtuais – como a *Blockchain*. A interpretação do preceito deve ser, portanto, articulada com o art. 2.ºa) do Decreto-Lei n.º 290-D/99, de 2 de agosto<sup>111</sup>, que dispõe que o documento eletrónico é aquele que é “*elaborado mediante processamento eletrónico de dados*”. Deste modo, é possível concluir que as *investment tokens* são representados por documentos eletrónicos.

A representação e incorporação de situações jurídicas<sup>112</sup> é um requisito extensível aos *investment tokens*. Como atrás foi mencionado, este tipo de *tokens* origina várias situações jurídicas ativas na esfera dos seus titulares, variando consoante a sua estruturação.

<sup>110</sup> Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* cit., 129-133.

<sup>111</sup> Que aprova o regime jurídico dos documentos eletrónicos e da assinatura digital.

<sup>112</sup> Paulo Câmara procura demonstrar quais as situações jurídicas que podem ser representadas. Para o Autor estas situações jurídicas complexas – que incorporam situações jurídicas ativas, passivas ou mistas – representam direitos privados com natureza patrimonial, V., Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* cit., 107-109.

O direito de propriedade sobre o ativo digital é intrínseco ao *token*, mas podem existir, ainda, diferentes direitos como o direito de voto e/ou direito aos lucros sobre o projeto, a sociedade comercial ou determinado segmento de uma realidade empresarial. Os ensinamentos de Oliveira Ascensão são preciosos para compreender o alcance do acabado de referir. Como elucida o Professor da Escola de Lisboa, o que se representa são situações jurídicas e não materialidades (o valor mobiliário ou o documento): *são realidades e regimes distintos: o título papel pode ser objeto de posse, o direito representado tem vida e subsiste para além da representação*<sup>113</sup> (o itálico é meu). Além do mais, existe aqui uma característica de homogeneidade<sup>114</sup> visto que estes são títulos emitidos em massa, negociando-se em quantidades padronizadas e não enquanto direitos individualizados.

Por fim, os *investment tokens* são, à partida, suscetíveis de transmissão em mercado, salvo se os *tokens* forem estruturadas de modo a impossibilitar a sua transmissibilidade<sup>115</sup>. Para aferir este requisito basta existir uma “potencialidade transmissiva”, sem qualquer tipo de “embaraços ou constrangimentos a uma circulação fluída”<sup>116</sup>. Importa, ainda, compreender em que mercado se transmitem os *investment tokens*. O antigo art. 198.º do CVM<sup>117</sup> definia mercado de valores mobiliários como “qualquer espaço ou organização em que se admite a negociação de valores mobiliários por um conjunto indeterminado de pessoas atuando por conta própria ou através de mandatário”. Este conceito coaduna-se com as – já comuns – plataformas de negociação de criptomoedas e/ou *tokens*. Todavia, o legislador, aquando da transposição da DMIF I<sup>118</sup>, “veio alterar substancialmente o sistema e a organização dos mercados financeiros, numa perspetiva liberal, eliminando o conceito clássico

<sup>113</sup> José Oliveira Ascensão, *O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário em Estudos em Honra de Ruy de Albuquerque*, Vol. I, Coimbra Editora: Coimbra (2006), 621-642, 631.

<sup>114</sup> A. Barreto Menezes Cordeiro, *Valor Mobiliário: evolução e conceito* em VIII RDS (2016), n.º 2, 309-342, 340-342.

<sup>115</sup> João Vieira dos Santos, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings* cit., 14-15.

<sup>116</sup> Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* cit., 109.

<sup>117</sup> No âmbito do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro.

<sup>118</sup> Decreto-lei n.º 325-A/2007, de 31 de outubro.



de bolsa, como espaço físico, e criando novas formas organizadas de negociação, concorrendo entre elas, num grande mercado financeiro integrado ao nível europeu”<sup>119</sup>. O artigo 198.º CVM previa três estruturas organizadas de negociação, a saber: os mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral, a internalização. A DMIF II<sup>120</sup> introduz uma novidade: os sistemas de negociação organizados<sup>121</sup> (*organized trading facility*). Apesar de as plataformas de negociação de *tokens* não estarem reguladas, estas são, em termos económicos, um mercado<sup>122</sup>, isto é, um local (virtual) “do encontro entre oferta e procura exclusivamente em relação ao respetivo preço, sem negociação individualizada de outras condições”<sup>123</sup>.

Em suma: é possível concluir que os *investment tokens* são, por força do art. 1.º/g) CVM, valores mobiliários, “produtos financeiros, a circular no mercado, em função das necessidades económicas e da imaginação criadora dos agentes económicos”<sup>124</sup>.

Daqui surgem, naturalmente, consequências mobiliárias. O art. 2.º/1/a) CVM refere que as ofertas públicas de valores mobiliários são reguladas pelo Código. Para tal se efetivar importa que as *Token Sales*, enquanto meio de oferta de *investment tokens* junto de destinatários indeterminados, obedeçam ao previsto no artigo 109.º CVM. Só assim é possível estarem, à partida<sup>125</sup>, no âmbito do regime das ofertas públicas (arts. 108.º a 197.º CVM). Existem vários efeitos jurídicos que surgem desta qualificação, como os seguintes: i) feita e aprovação do prospeto da oferta pela CMVM (arts. 114.º/1

<sup>119</sup> António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, II, 7.ª ed., Coimbra Editora: Coimbra (2013), 95.

<sup>120</sup> Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE.

<sup>121</sup> Art. 20.º DMIF II.

<sup>122</sup> Neste sentido: João Vieira dos Santos, *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings*, cit., 15.

<sup>123</sup> José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.ª ed., Almedina: Coimbra (2017) 83.

<sup>124</sup> Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, I cit., 642.

<sup>125</sup> Existem, contudo, exceções que se podem verificar, nomeadamente aquelas que estão previstas nos arts. 110.º e 111.º/1 CVM.

e 115.º CVM); ii) aplicação das regras relativas ao prospeto (arts. 134.º e seguintes CVM); iii) contratação de intermediário para prestar os serviços de assistência e colocação (art. 113.º/1/a) CVM).

Parece-me, todavia, que a aplicação destas regras é excessiva. Não só porque este é um mercado com pouca maturidade, como, também, pelo facto de muitas das empresas que recorrem a este meio alternativo de financiamento estarem muitas vezes numa fase inicial da sua atividade. Seria, portanto, contraproducente criar custos avultados através de legislação, quer direta<sup>126</sup> ou indiretamente<sup>127</sup>. Além do mais, estas são regras que muitas vezes se verificam desajustadas à realidade subjacente. Veja-se, a título exemplificativo, o dever de contratar intermediário financeiro para a assistência e colocação dos *tokens* no mercado: através da *Blockchain*, o emittente não necessita de recorrer à intermediação e, mesmo que procure uma plataforma de negociação de *tokens*, essa não está sujeita às regras de intermediação e não exerce as mesmas funções dos intermediários.

A este propósito é fundamental olhar para o interessante trabalho realizado pela *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) nesta matéria. O regulador francês realizou, em 2017, uma consulta pública<sup>128</sup> onde analisa possíveis vias de regulação das emissões de *tokens*, sugerindo as seguintes opções: *i*) promover o desenvolvimento de um ambiente de auto-regulação (através da *soft-law*, como o recurso a *non-binding rules* de melhores práticas); *ii*) alargar o âmbito regulatório europeu das Ofertas Públicas Iniciais,

<sup>126</sup> Para efeitos da legislação mobiliária, designadamente o CVM, a realização de oferta pública sem aprovação de prospeto ou sem registo da CMVM constitui contraordenação muito grave (art. 393.º/1/a)), punível com coima entre € 25 000 a € 5 000 000 (art. 388.º/1/a)). A não intervenção de intermediário financeiro nos de intermediação obrigatória constitui contraordenação grave (art. 393.º/3/a)), sendo punível com coima entre € 12 500 a € 2 500 000 (art. 388.º/1/b)).

<sup>127</sup> A preparação de um prospeto, pelas suas exigências legais, pressupõe que os emittentes contratem consultores especializados e serviços jurídicos que acarretam custos consideráveis.

<sup>128</sup> O documento está acessível em: [http://www.amf-france.org/en\\_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae](http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae).

abarcando as *Token Sales*; *iii*) propor legislação *ad hoc* específica para a emissão de *tokens*. Na terceira hipótese, a AMF criaria um regime de autorização *ex ante* ou opcional. O emitente teria de obter a autorização da AMF para realizar a *Token Sale*, sendo que essa autorização seria concedida sob certas condições: a disponibilização de informação “clara”; a existência de uma sociedade comercial; a utilização segura da *Blockchain*; a contração de um depósito *escrow* para a segregação dos fundos captados; e a verificação por um especialista do projeto. Na ausência de autorização, o regulador francês poderia tomar duas decisões: a proibição da emissão não autorizada, ou informar que a *Token Sale* em causa não foi autorizada, sendo que esse aviso deveria constar obrigatoriamente no *white paper*.

## 6. Conclusões

As *Token Sales* e as *Initial Coin Offerings* são hoje um meio de financiamento para projetos tecnológicos. Os números de capital angariado comprovam-no e as tecnologias disruptivas subjacentes solidificam o potencial aqui presente.

Cabe, portanto, ao legislador e ao regulador não terem uma visão una e obsoleta sobre esta realidade multidimensional. É, portanto, essencial analisar e compreender estas realidades disruptivas e obter vantagens competitivas face aos restantes sistemas jurídicos e, como última consequência, ir ao encontro dos objetivos europeus naquilo que se pretende que seja um “Mercado Único Digital” na senda da criação da União dos Mercados de Capitais (UMC)<sup>129</sup>.

Existem, porém, preocupações que não devem ser ignoradas. A qualidade da informação é, em minha opinião, um elemento essencialíssimo a que o regulador deve tomar a maior atenção. Só através da literacia financeira dos investidores e da adequação da informação presente nos *white papers* é possível tutelar os futuros *tokenholders* e solidificar um mercado dotado de pouca maturidade.

<sup>129</sup> Tais objetivos estão expressos no Comunicado da Comissão Europeia sobre *Fintech*. O Comunicado encontra-se disponível em: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1403\\_pt.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1403_pt.htm).

Destarte, enquanto o legislador europeu não toma uma posição definitiva relativamente ao caminho que deve ser trilhado na regulação das emissões de *tokens*, seria positivo ver o regulador nacional tomar as rédeas do tratamento da matéria, ainda que através da *soft-law*, colocando Portugal como um dos *crypto-friendly countries*.

## **Bibliografia**

- Adhamia, Saman/Giudici, Giancarlo/Martinazzi, Stefano, *Why Do Businesses Go Crypto? An Empirical Analysis of Initial Coin Offerings*, in *Journal of Economics and Business*, Forthcoming (3-out.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3046209>.
- Agrawal, Ajay/Catalini, Christian/Goldfarb, Avi, *The Geography of Crowdfunding*, NET Institute Working Paper n.º 10-08 (20-out.-2010). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=1692661> (consultado a 12 de junho de 2018).
- Andrade, Gregor/Kaplan, Steven N., *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, NBER Working Paper n.º. 6145, 1997 (agos.-1998). Acessível em: <http://www.nber.org/papers/w6145> (consultado a 13 de junho de 2018).
- Amsden, Ryan/Schweizer, Denis *Are Blockchain Crowdsales the New 'Gold Rush'? Success Determinants of Initial Coin Offerings* (30-abr.-2018). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3163849> (consultado a 12 de junho 2018)
- Arner, Douglas W./Barberis, Janos Nathan/BUCKLEY, Ross P., *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, UNSW Law Research Paper n.º 2016-62 (20-out.-2015). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2676553> (consultado a 13 de junho 2018).
- Barreto Menezes Cordeiro, A. *Valor Mobiliário: evolução e conceito*, em RDS, Ano VIII (2016), n.º 2, 309-342.
- Barsan, Iris M., *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)*, em *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (2017), 54-65.
- Bedchuck, Lucia A./Brav, Alon/Jiang, Wei, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, em 115 *Columbia Law Review* (2015).

- Besanko, David/Dranove, David/Shanley, Mark/Schaefer, Scott, *Economics of Strategy*, 6a ed., Quad Graphics: Wisconsin (2013)
- Blemus, Stéphane, *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, Revue Trimestrielle de Droit Financier (2017), 1-15..
- Brealey, Richar A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, 10.<sup>a</sup> ed., McGraw-Hill/Irwin: New York (2011).
- Câmara, Paulo *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.<sup>a</sup> ed, Almedina: Coimbra (2016).
- Carvalho Fernandes, Luís, Teoria Geral do Direito Civil II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica, 4.<sup>a</sup> ed., Universidade Católica Editora: Lisboa (2007).
- Catalini, Christian/Gans, Joshua S., *Some Simple Economics of the Blockchain*, MIT Sloan Research Paper No. 5191-16, 2016, (27-nov.2016). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2874598>.
- Catarino, Luís Guilherme, *Crowdfunding e Crowdinvesting: o regresso ao futuro?*, em O Novo Direito dos Valores Mobiliários, coord. Paulo Câmara, Governance Lab, Almedina: Coimbra (2017), 321-389.
- Chohan, Usman W., *Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability*, Discussion Paper Series: Notes on the 21st Century, (5-.dez.-2017) Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3080098>.
- Diffie, Whitfield/Hellman, Martin E., *New Directions in Cryptography*, em 22 IEEE Transactions on Information Theory (1976), 644-654.
- Engrácia Antunes, José *Os Instrumentos Financeiros*, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina: Coimbra (2017).
- Ferrarini, Guido/Moloney, Niamh/Vespro, Cristina, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, ECGI – Law Working Paper No. 09/2003, (04-mar.-2004). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=419120>.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, AFA 2001 New Orleans, Duke University Working Paper, (12-abr.-2000). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=220251>.
- Gurrea-Martinez, Aurelio/Remolina, Nydia, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings*, Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper, n.º 4/2018, (11-jun.-2018). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3182261>.

- Hacker, Philipp/Thomale, Chris. *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, (30-nov.-2017). Acessível em: <https://ssn.com/abstract=3075820>.
- Linklaters/International Swaps and Derivatives Association (ISDA), *Smart Contracts and Distributed Ledger – A Legal Perspective* (agosto 2017).
- Mendes Correia, Francisco, *A tecnologia descentralizada de registo de dados (Blockchain) no sector financeiro*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, coord. PAULO CÂMARA, Governance Lab, Almedina: Coimbra (2017), Governance Lab, 448-452.
- Menezes Cordeiro, António, *Direito das Sociedades – Parte Geral*, Vol. I, 3.<sup>a</sup> ed, Almedina: Coimbra (2016).
- Mollick, Ethar R., *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Vol. 29, 1, *Journal of Business Venturing* (12-jul.-2012). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2088298>.
- Nakamoto, Satoshi, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- Oliveira Ascensão, José, *O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário em Estudos em Honra de Ruy de Albuquerque*, I, Coimbra Editora: Coimbra (2006), 621-642.
- Pereira de Almeida, António, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercado*, 6.<sup>a</sup> ed., Coimbra Editora: Coimbra (2011).
- Pereira Duarte, Diogo, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*, em *Fintech – Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira/Diogo Pereira Duarte, Almedina: Coimbra (2017), 247-300, 260, 284-287.
- Perestrelo de Oliveira, Ana, *O papel das startups na fintech e o ciclo de financiamento de startups*, em *Fintech Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira/ /Diogo Pereira Duarte, Almedina: Coimbra (2017), 237-246.
- \_\_\_ *Manual de Corporate Finance*, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina: Coimbra (2017).
- Perestrelo de Oliveira, Madalena, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, VIII RDS (2016), 787-809.
- Raskin, Max, *The Law and Legality of Smart Contracts*, I *Georgetown Law Technology Review* (2017), 305-341.

- Reidenberg, Joel R., *Lex Informatica: The Formulation of Information Policy Rules Through Technology*, 76 Texas Law Review (1998), 553-593.
- Rohr, Jonathan/Wright, Aaron, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, (5-out.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3048104>.
- Saraiva, Rute, *Direito dos Mercados Financeiros*, 2.º ed., AAFDL Editora: Lisboa (2018).
- Siegel, David, *The Token Handbook*, e-book disponível em: <https://hacker noon.com/the-token-handbook-a80244a6aacb>.
- Stamelos, Ioannis/Angelis, Lefteris/Oikonomou, Apostolos/Bleris, Georgios L., *Code quality analysis in open source software development*, 12 Information Systems Journal (2002), 43-60.
- Stokes, Miguel/Freire Ramos, Gabriel, *Smart Contracts*, 46 Actualidad Jurídica Uría Menéndez (2017), 124-127.
- Standage, Tom, *The Turk: The Life and Times of the Famous Eighteenth-Century Chess-Playing Machine*, Berkley (2002).
- Szabo, Nick, *Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets* (1996). Acessível em: [http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart\\_contracts\\_2.html](http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html).
- Vieira dos Santos, João, *Regime jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)*, IX RDS (2017), 643-676.
- *Desafios Jurídicos das Initial Coin Offerings* (2018). Acessível em: [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt)
- Von Hippel, Eric/Von Krogh, Georg, *Open Source Software and the “Private-Collective” Innovation Model: Issues for Organization Science*, 14 Organization Science (2003), 209-223.
- Wright, Aaron/De Filippi, Primavera, *Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia* (20-mar.-2015). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=2580664>.
- Zetsche, Dirk A./Buckley, Ross P./Forh, Linus, *The ICO Gold Rush: It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators* (19-nov.-2017). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3072298>.



FRANCISCO RODRIGUES ROCHA

Assistente convidado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa  
Advogado na GPA

## **O novo regime jurídico da distribuição de seguros e de resseguros: a Directiva (UE) n.º 2016/97, de 20-Jan., e a Lei n.º 7/2019, de 16-Jan., que a transpôs\***

*The new legal regime of insurance and reinsurance distribution: Directive (EU) 2016/97, of 20 Jan., and Law nr. 7/2019, of 16 Jan., which transposed the first*

**Palavras-chave:** distribuição de seguros e resseguros – mediação de seguros – agentes de seguros – corretores de seguros – mediadores de seguros ligados – mediadores de seguros a título acessório – produtos de investimento com base em seguros

\* Abreviaturas usadas: AR = Assembleia da República; § = parágrafo; DDS = Directiva (UE) 2016/97, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20-Jan.2016, sobre a distribuição de seguros, alterada pela Directiva (UE) 2018/311, do PE e do Conselho, de 14-Mar.-2018 (também conhecida pela abreviatura inglesa IDD); DMIF 2 = Directiva 2014/65/UE, do PE e do Conselho, de 15-Mai.-2014 (também conhecida pela abreviatura inglesa MiFID 2); DMS = Directiva 2002/92/CE, do Parlamento e do Conselho, de 9-Dez.-2002, relativa à mediação de seguros, com as alterações constantes da Directiva 2014/65/UE, do PE e do Conselho, de 15-Mai.-2014, e da Directiva (UE) 2016/97, do PE e do Conselho, de 20-Jan.-2016, que, além de a alterar, a revogou; LPS = livre (ou, mas menos frequentemente e segundo o contexto, liberdade) de prestação de serviços; PDMS 2 = Proposta de Directiva do PE e do Conselho COM/2012/0360 final – 2012/0175 (COD); PE = Parlamento Europeu; prt. = parte; PIBS = produtos de investimento com base em seguros; RJASR = Regime Jurídico



## 1. Introdução

I. Com data de 20-Jan.-2016<sup>1</sup>, foi aprovada a Directiva (UE) 2016/97, do PE e do Conselho, sobre a distribuição de seguros (DDS). Trata-se, como já nos vêm habituando os órgãos da UE, de um documento relativamente longo, sobretudo quando comparado com a DMS<sup>2</sup>, com 41 páginas, das quais cerca de 10 de 79 considerando, um articulado de cerca de 26 páginas com 46 artigos, e 3 anexos<sup>3</sup>, respectivamente com 2, 1 e 2 páginas.

da Actividade Seguradora e Resseguradora (ou Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Actividade Seguradora e Resseguradora), aprovado pela L 147/2015, de 9-Set., como anexo de que faz parte integrante nos termos do artigo 2.º da mesma L 147/2015; RJCS = Regime Jurídico do Contrato de Seguro, aprovado pelo DL 72/2008, de 16-Abr., como anexo de que faz parte integrante pelo artigo 1.º do mesmo DL 72/2008, entretanto alterado pela L 147/2015, de 9-Set.; RJMSR = Regime Jurídico da Mediação de Seguros e Resseguros (ou Regime Jurídico do Acesso e do Exercício da Actividade de Mediação de Seguros e Resseguros), aprovado pelo DL 144/2006, de 31-Jul., alterado pelo DL 359/2007, de 2-Nov., pela L 46/2011, de 24-Jun., e pela L 147/2015, de 9-Set.; RJDSR = Regime Jurídico da Distribuição de Seguros e de Resseguros, aprovado pela L 7/2019, de 16-Jan., como anexo de que faz parte integrante nos termos do artigo 1.º/2 da mesma L 7/2019.

<sup>1</sup> Embora o processo tenha começado cerca de 6 anos antes, em 2010, como dá conta a PDMS 2. Assim, em 2010-2011, os serviços da Comissão reuniram regularmente com representantes do sector, associações de consumidores e supervisores, tendo lançado uma consulta pública relativa à revisão da DMS entre 26-Nov.-2010 e 28-Fev.-2011. O relatório final da EIOPA foi apresentado em Nov.-2010 e, em 10-Dz.-2010, foi realizada uma audição pública. Em 11-Abr.-2011, foi organizada uma reunião com peritos dos Estados-membros e a EIOPA para discussão dos resultados da consulta pública e a eventual estrutura e conteúdo da DMS 2, que seria em rigor, mais do que isso, DDS. Em Jul.-2011 foi concluído um estudo destinado a fornecer o panorama geral do funcionamento da distribuição de produtos de seguros na UE. Os trabalhos de avaliação de impacto foram conclusos em 2012.

<sup>2</sup> Com 8 páginas, das quais cerca de 1 e meia de 24 considerando, e cerca de 7 e meia com 18 artigos.

<sup>3</sup> Anexo I intitulado “Requisitos mínimos de conhecimentos e competências profissionais” por referência ao artigo 10.º/2; anexo II com uma prt. A com indicação da Directiva revogada com a lista das suas alterações, e uma prt. B com os prazos de transposição para o direito nacional a que se refere o artigo 44.º; e anexo III com uma “Tabela de correspondência” entre a DMS e a DDS, designadamente para efeito de remissões para a revogada Directriz (artigo 44.º, § 1.º).

A DDS, que entrou em vigor no 20.º dia que se seguiu ao da sua publicação no *JOUE* a 2-Fev.-2016 (artigo 45.º)<sup>4</sup>, revogou a Diretiva 2002/92/CE, do PE e do Conselho, de 9-Dez.-2002, relativa à mediação de seguros (DMS), inicialmente com efeitos a partir de 23-Fev.-2018 (artigo 44.º, § 1.º)<sup>5</sup>, prazo posteriormente diferido para 1-Out.-2018 (artigo 1.º/2 da Directriz<sup>6</sup> (UE) 2018/311, do PE e do Conselho, de 14-Mar.-2018, que alterou o 44.º, § 1.º da DDS<sup>7</sup>), e fixou aos Estados-membros o dia 23-Fev.-2018 como *dies ad quem* para a sua transposição (artigo 42.º/1, § 1.º), prazo posteriormente também estendido a 1-Jul.-2018, com a obrigação de que as disposições transpostas fossem aplicadas o mais tardar a partir de 1-Out.-2018 (artigo 1.º/1 da Directriz (UE) 2018/311), que alterou o artigo 42.º/1, § 1.º da DDS e lhe aditou um novo e intercalar § 2.º).

O articulado da DDS encontra-se estruturalmente dividido da seguinte forma:

1. Capítulo I “Âmbito de aplicação e definições”, contendo 2 artigos (1.º-2.º) epigrafados precisa e respectivamente “Âmbito de aplicação” e “Definições”;
2. Capítulo II “Condições de registo”, contendo um artigo (3.º) epigrafado “Registo”;
3. Capítulo III “Liberdade de prestação de serviços e liberdade de estabelecimento”, contendo 6 artigos (4.º-9.º), relativos ao exercício em LPS, incumprimento de obrigações em LPS, exercício da liberdade de estabelecimento, repartição de competências entre Estados de origem e acolhimento, incumprimento de obrigações no exercício de liberdade de estabelecimento e competências relativas às disposições nacionais adoptadas por motivos de interesse geral;

<sup>4</sup> Ou seja, 22-Fev.-2016.

<sup>5</sup> Sem prejuízo das obrigações dos Estados-membros relativas aos prazos de transposição para o direito nacional das Directivas 2014/65/UE e (EU) 2016/97 (artigo 44.º pr., 2.ª prt., e anexo II, prt. B).

<sup>6</sup> Usamos de forma fungível Directriz e Directiva, com preferência para o primeiro termo.

<sup>7</sup> Cf. tb. o comunicado do Conselho da UE, de 14-Fev.-2018, intitulado “Conselho aprova adiamento das regras sobre seguros”.

4. Capítulo IV “Requisitos de organização”, contendo 7 artigos (10.º-16.º), relativos a requisitos profissionais e de organização, publicação de regras de protecção do interesse geral, autoridades competentes e cooperação entre si, reclamações, resolução extrajudicial de litígios e restrição do recurso por parte de seguradores<sup>8</sup> a mediadores registados;
5. Capítulo V “Requisitos de informação e regras de conduta da actividade”, contendo 9 artigos, relativos a informações gerais a prestar pelo mediador, incluindo acessório, ou segurador, conflitos de interesses e transparência, aconselhamento e normas de venda sem aconselhamento, isenções e cláusula de flexibilidade, condições da informação, vendas associadas e requisitos de supervisão e governação dos produtos (17.º-25.º);
6. Capítulo VI “Requisitos adicionais no que se refere aos produtos de investimento com base em seguros”, contendo 5 artigos, relativos ao âmbito de aplicação, prevenção de conflitos de interesses, informações a prestar aos clientes, e apreciação da adequação e carácter apropriado (26.º-30.º);
7. Capítulo VII “Sanções e outras medidas”, contendo 6 artigos, relativos a sanções e outras medidas administrativas, sua aplicação, infracções e outras medidas, aplicação efectiva das sanções e outras medidas, comunicação de infracções e informação à EIOPA artigos (31.º-36.º);
8. Capítulo VIII “Disposições finais”, contendo 10 artigos, relativos à protecção de dados, actos delegados, período transitório, revisão e avaliação, transposição da DSS, alteração da MDS, revogação, entrada em vigor e destinatários (37.º-46.º).

Ao abrigo da DDS, foram entretanto publicados o Regulamento Delegado (UE) 2017/2358, da Comissão, de 21-Set.-2017, que complementa a DDS no que respeita aos requisitos de supervisão e governação de produtos aplicáveis às empresas e distribuidores de

<sup>8</sup> Optamos por escrever segurador em lugar de empresas de seguros, conforme já seguida no RJCS, em harmonia com a tradicional terminologia jurídica portuguesa e com o benefício de uma maior simplicidade.

seguros, e o Regulamento Delegado (UE) 2017/2359, da Comissão, de 21-Set.-2017, que complementa a DDS no que respeita aos requisitos em matéria de informação e às normas de conduta aplicáveis à distribuição de produtos de investimento com base em seguros.

II. Aprovada a DDS, carente de transposição, foi mais de dois anos depois<sup>9</sup> apresentada à AR por iniciativa do Governo<sup>10</sup> a Proposta de Lei 138/XIII/3.<sup>a11</sup>, aprovada em Conselho de Ministros a

<sup>9</sup> Do artigo 16.º/1-2 da PL 138/XIII/3.<sup>a</sup> já constava como data de produção de efeitos o dia 1-Out.-2018, sem prejuízo das disposições que habilitam a ASF à emissão de normas regulamentares. Cf., a respeito, o teor da intervenção de Carlos Silva (PSD) em *DAR* n.º 6/XIII/4, 29-Set.-2018, 10: “mais uma vez, o Governo convive mal com os prazos. Não sei se por desleixo, se por incompetência, este Governo, inexplicavelmente, não cumpre um único prazo de transposição. Chega sempre tarde e a más horas, não sei se com intenção ou por incompetência. Estes atrasos, além de prejudicarem a atividade legislativa, prejudicam, sobretudo, os consumidores, que já deviam estar protegidos. A data prevista inicialmente para transpor a Diretiva da distribuição de seguros era a de 23 fevereiro de 2018, mas a Comissão Europeia adiou o prazo de transposição para 1 de julho, com vista a entrar em vigor em 1 de Outubro. Apesar deste adiamento, ainda assim, estamos confrontados com a possibilidade de incumprimento por parte do Estado português, sob pena de instauração de um procedimento por incumprimento”. Seguiu-se no debate parlamentar a resposta de S. E. o Senhor Secretário de Estado Adjunto e das Finanças em *DAR* n.º 6/XIII/4, 29-Set.-2018, 13-14: “em relação aos prazos de transposição, houve uma carga, detetada, também, obviamente, por VV. Ex.<sup>as</sup>, de um conjunto de diplomas que mudou a regulação nos três setores, no setor segurador, na banca e nos mercados financeiros. Penso que tem sido um trabalho árduo, que temos feito em conjunto (...), ainda que esteja mais atrasado do que gostaríamos”. No parecer da AR de 26-Set.-2018, 3, sugeria-se a revisão da data de produção de efeito da PL 138/XIII/3.<sup>a</sup> a 1-Out.-2018, por “não parece[r] ser exequível”.

<sup>10</sup> Depois de ouvir, como consta da exposição de motivos da PL 138/XIII/3.<sup>a</sup>, a Associação de Instituições de Crédito Especializado, a Associação Nacional de Agentes e Corretores de Seguros, a Associação Portuguesa de Bancos, a Associação Portuguesa para a Defesa do Consumidor, a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, a Associação Portuguesa de Leasing, Factoring e Renting, a Associação Portuguesa de Seguradores e a Comissão Nacional de Protecção de Dados, tendo sido ainda promovida a audição da ASF, do BdP e da CMVM.

<sup>11</sup> Intitulada “que altera o regime jurídico de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora e o regime processual aplicável aos crimes especiais do setor segurador e dos fundos de pensões e às contraordenações cujo processamento compete à Autoridade de Supervisão de seguros e fundos de pensões, transpondo a Diretiva (UE) 2016/97”. Por parecer da AR de 26-Set.-2018 (p. 3), subscrito pelos deputados à AR, Senhor Dr. João Paulo

7-Jun.-2018<sup>12</sup>. Por parecer de 26-Set.-2018, enviado na mesma data ao Presidente da AR, a Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa concluiu cumprir a referida PL todos os requisitos constitucionais, legais e regimentais necessários à sua tramitação e a ser discutida e votada em plenário da AR. Discutido na generalidade em 29-Set.-2019<sup>13</sup>, foi votado favoravelmente na generalidade pelo PSD, PS, PAN, com a abstenção do BE, CDS-PP, PCP e PEV<sup>14</sup>. Em 21-Dez.-2018, na reunião plenária n.º 33, procedeu-se à votação final global do texto final apresentado pela Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa relativo à PL 138/XIII/3.<sup>a</sup>, com votos a favor do PSD, PS e pelo deputado Paulo Trigo, e contra do BE, CDS-PP, PCP, PEV e PAN. Enviada a lei em 26-Dez.-2019 para promulgação, dada no dia seguinte, foi referendada em 7-Jan.-2019, enviada à INCM e publicada em DR em 16-Jan.-2019<sup>15</sup>.

A L 7/2019, embora publicada a 16-Jan.-2019, produziu efeitos a partir de 1-Out.-2019 (artigo 16.º), em cumprimento do disposto no artigo 1.º/1 da Directriz (UE) 2018/311<sup>16</sup>. Entretanto, manter-se-ão

Correia (autor do parecer) e Senhora Dra. Teresa Leal Coelho (Presidente da Comissão), foi sugerido diferente título: “Aprova o regime jurídico da distribuição de seguros e resseguros, transpondo a Diretiva (EU) 2016/97, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de janeiro de 2016, sobre distribuição de seguros, e procede à terceira alteração ao regime jurídico de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora, aprovado pela Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro”.

<sup>12</sup> E que, segundo o parecer da AR de 26-Set.-2018, deu entrada a 19-Jun.-2018 (*DAR*, II Série A, n.º 129/XIII/3, 19-Jun.-2018, 23-90; a informação pode também ser obtida na página electrónica da AR (acessível em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar>) e foi admitida a 20-Jun.-2019. A PL foi subscrita por S. Exas. o Primeiro-Ministro, o Ministro das Finanças e o Secretário de Estado dos Assuntos Parlamentares.

<sup>13</sup> Com intervenções de S. Exa. o Secretário de Estado Adjunto e das Finanças, Dr. Ricardo Mourinho Félix, pelos deputados Paulo Sá (PCP), Carlos Silva (PSD), Cecília Meireles (CDS-PP), João Paulo Coreia (PS) e Mariana Mortágua (BE). Vd. *DAR* n.º 6/XIII/4, 29-Set.-2018, 8-14.

<sup>14</sup> *DAR*, I Série, n.º 6/XIII/4, 29-Set.-2018, 45-46.

<sup>15</sup> *DR*, I Série, n.º 11, 16-Jan.2019, 204-243.

<sup>16</sup> Muito duvidosa, para não escrever juridicamente inadmissível, é, no entanto, a aplicação retroactiva das normas sancionatórias previstas no capítulo VII do RJDSR em face do

em vigor<sup>17</sup> as normas regulamentares já aprovadas pela ASF<sup>18</sup> em tudo o que não contrarie a L 7/2019 e o RJDSR, até que novas sejam aprovadas pela ASF<sup>19</sup>.

Revogado foi assim o RJMSR (artigo 15.º da L 7/2019), depois de cerca de 13 anos de vigência<sup>20</sup>. Mantêm-se, não obstante, as novidades constantes da DDS introduzidas pelo RJDSR, numerosas disposições do articulado do RJMSR, que permitem discernir uma conti-

princípio constitucionalmente consagrado na não retroactividade das leis penais (artigo 29.º4), aplicável aos ilícitos de ordenação social.

<sup>17</sup> O segmento “enquanto não forem substituídas” do artigo 14.º da L 7/2019 parece-nos, com o devido respeito, desnecessário por redundante. O legislador quis talvez, deste modo, tranquilizar os destinatários no sentido de que haviam de o ser a breve trecho.

<sup>18</sup> Ao abrigo do RJMSR. Por ex., a NR 16/2007-R, que regula as condições de acesso e exercício da actividade de mediação de seguros e de resseguros, já sucessivamente alterada à data pelas NR 8/2007-R, de 31-Mai., 13/2007-R, de 26-Jul., 19/2007-R, de 31-Dez., 17/2008-R, de 23-Dez., 15/2009-R, de 30-Dez., 23/2010-R, de 16-Dez., e 7/2011-R, de 8-Dez. Por ex. tb. a NR 18/2007-R, de 31-Dez. (Regulamento n.º 18/2008), relativa ao seguro de responsabilidade civil profissional dos mediadores de seguros.

Entretanto, divulgou a ASF a 22-Fev.-2019 o documento de consulta pública n.º 3/2019 – para comentários até 18-Mar.-2019 – intitulado Projecto de norma regulamentar que define os procedimentos e requisitos em matéria de qualificação adequada, formação e aperfeiçoamento profissional contínuo e o funcionamento da comissão técnica para efeitos do reconhecimento de cursos sobre seguros.

<sup>19</sup> Cf. o artigo 13.º da L 7/2019 em cujas 28 als., da a) à cc), se habilitou a ASF a adoptar as normas regulamentares necessárias à execução do RJDSR, duplicadas nas disposições do articulado deste diploma (cf., a título de ex., 17.º/8, 19.º/8, 21.º/6). Críticos os comentários da DECO, 3, neste particular, que reproduzimos: “Finalmente, mas não menos importante, discordamos da já habitual apresentação de iniciativas legislativas/publicação de diplomas, sem a respetiva regulamentação. Com efeito, se por um lado se inviabiliza uma análise integrada e completa da iniciativa legislativa – em sede de consulta –, permite-se ainda que, entrando em vigor o diploma, este se torne parcial ou totalmente ineficaz, por largos períodos. Salienta-se que, apenas no artigo 13.º da presente Proposta, se prevê a adopção de 29 (vinte e nove) normas regulamentares pela [ASF]. A esta circunstância, acresce o facto agravante de a presente Proposta não dispor de norma que preveja prazo para a publicação da respetiva regulamentação”.

<sup>20</sup> Sobre o quadro normativo europeu e português anterior A. Menezes Cordeiro, *Direito dos seguros* cit., 447-453.

nuidade entre, por um lado, a DMS e a DDS e, por outro, o RJMSR e o RJDSR<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Cf., de resto, o cons. 75: “A obrigação de transpor a presente diretiva para a legislação nacional deverá limitar-se às disposições que tenham sofrido alterações substantivas relativamente à Diretiva 2002/92/CE. A obrigação de transpor as disposições que não foram alteradas decorre dessa diretiva”. Não é, cremos, ousado escrever que a atenção sobre temas da mediação de seguros tem sido entre nós, quando comparada com outros, escassa (vd., *v. g.*, a nota preliminar à monografia de José Vasques, *Novo regime jurídico da mediação de seguros*, Coimbra ed., Coimbra (2006), 9; para o panorama no direito italiano, Valero Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione dopo l’attuazione della direttiva MIFID*, *Giurisprudenza Italiana* (2008), 785-786<sup>2</sup>, *id.*, *Informativa precontrattuale e norme di comportamento degli intermediari assicurativi*, em *I contratti* (2009), 510<sup>1</sup>, *id.*, *Le norme di comportamento di imprese e intermediari assicurativi*, em *Danno e responsabilità* (2010), 93-94<sup>1</sup>, *id.*, *L’informazione precontrattuale degli intermediari assicurativi*, em *Contratto e impresa* (2010), 123-125<sup>1</sup>). Não obstante, vd., ilustrativamente, na doutrina portuguesa, Narciso Gabriel Arié, *A profissão de agente de seguros*, no *Anuário do Grémio dos Seguradores* 1 (1950), 125-132, *id.*, *A profissão de agente de seguros*, no *I Congresso Nacional de Seguros (Lisboa 25/29 Outubro 1971)*, promovido pelo Grémio dos Seguradores com o apoio do CDIS, Lisboa, 1971, 48-51 (que aqui só assina Narciso Arié); Pedro Martinez, *Teoria e prática dos seguros*, 2.<sup>a</sup> ed., Imprensa Artística, Lisboa, s/d, 49, 399, 401, 408-413, 444; Laurentino da Silva Araújo, *Distinção entre «agente» e «angariador de seguros»*, *SI 18/90-100* (1969), 530-535; Anthony Karolyi, *Corretores de seguros: ontem, hoje e amanhã*, no *I Congresso Nacional de Seguros (Lisboa 25/29 Outubro 1971)*, promovido pelo Grémio dos Seguradores com o apoio do CDIS, Lisboa, 1971, 40-42; Luís da Anunciação Soares, *Da necessidade de regulamentar a actividade dos mediadores de seguros*, no *I Congresso Nacional de Seguros* cit., 43-48; Francisco Guerra da Mota, *O contrato de seguro terrestre*, Athena, Porto, s/d, vol. I, 190-191; José Passos de Sousa, *Directiva relativa à mediação de seguros*, no *III Congresso Nacional de Direito dos Seguros*, coord. António Moreira/M. Costa Martins, colab. Teresa Coelho Moreira, Almedina: Coimbra (2003), 235-242; Eduardo Farinha Pereira, *Caracterização da actividade de mediação de seguros*, *Fórum – Revista semestral do Instituto de Seguros de Portugal* 10 (22), 25-62 = *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões 2004*, Instituto de Seguros de Portugal, Lisboa, 2005, 197-235 (neste último não assinada); José Vasques, *Novo regime jurídico* cit.; *per totum*, José Carlos Moutinho de Almeida, *O mediador na conclusão e execução do contrato de seguro*, *SI 55/305* (2006), 23-60, *id.*, *Contrato de seguro. Estudos*, Coimbra ed.: Coimbra (2009), 153-189; Manuela Duro Teixeira, *O imposto do selo na mediação de seguros por instituições de crédito*, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal* 2 (2009) 3, 218-240; Pedro Romano Martinez, *Direito dos seguros. Apontamentos*, Principia, Cascais (2006), 54-55, *id.*, *LCSAnot<sup>3</sup>*, sub art. 30.<sup>o</sup>, 204, *id.*, *Representação aparente no âmbito da mediação de seguros – anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de Abril de 2014*, *Jurismat* 5 (2014), 44-612; Luís Poças, *Estudos de Direito dos Seguros*, Almeida & Leitão, Porto (2008), 117-236 (obra divisa em duas partes, cuja segunda é inti-

Realçaremos no seguinte texto algumas das novidades introduzidas pela DDS.

tulada “Aspectos da mediação de seguros”); Paula Alves, *Estudos de Direito dos Seguros: intermediação de seguros e seguro de grupo*, Almedina, Coimbra, 2007, EDUARDA RIBEIRO, *O mediador de seguros «exclusivo» - algumas soluções de direito comparado*, SPAIDA. *Boletim Informativo* 2 (2004), 8-11, *id.*, *LCSAnot*<sup>3</sup>, *sub art.* 30.º, 191-204 e *sub art.* 31.º, 204-208; Júlio Vieira Gomes, *O dever de informação do (candidato a) tomador do seguro na fase pré-contratual, à luz do Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de Abril*, nos *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. II, Almedina, Coimbra (2011), 416-418; João Calvão da Silva, *Banca, Bolsa e Seguros. Direito europeu e português*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra (2017), 29-30; António Menezes Cordeiro, *Direito dos seguros*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, (2016), 445-476; Mafalda Miranda Barbosa, *Directiva de distribuição de seguros: os sujeitos*, *RDCom* [2] (2018), 1142-1190; Andreia Parente Coelho / Pedro Coelho, *A mediação de seguros e a Directiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho sobre a distribuição de seguros*, *Vida Judiciária* 200 (2017), 44-45; Ana Sofia Silva, *Distribuição de seguros – um novo paradigma*, *Vida Judiciária* 200 (2017), 26-27. A propósito da mediação em geral, em obras não exclusiva ou especificamente sobre problemas de direito dos seguros, *vd.*, entre nós, *e.g.*, Manuel Salvador, *Contrato de mediação*, Petrony, Lisboa (1964); *per totum*, António Pinto Monteiro, *Direito comercial. Contratos de distribuição comercial. Relatório*, Almedina, Coimbra (2009), 103-104; António Menezes Cordeiro, *Direito comercial*, colab. A. Barreto Menezes Cordeiro, 4.ª ed., Almedina, Coimbra (2016); Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, vol. I, 11.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 82-83 e 99-100; Pedro Pais de Vasconcelos, *Direito comercial*, vol. I, Almedina: Coimbra (2011), 197-198; Hígina Orvalho Castelo, *O contrato de mediação*, Almedina: Coimbra (2014) *passim*, Carlos Lacerda Barata, *Contrato de mediação*, nos *Estudos do Instituto de Direito do Consumo*, Almedina: Coimbra (2002), 185-231; José Engrácia Antunes, *Direito dos contratos comerciais*, Almedin: Coimbra (2009), 458-463. Na jurisprudência, STA 21-Out.-1952 (Luís Costa da Cunha Valente), *proc. n.º 2.776*, DG II, de 17-Dez.-1952, 7693/2-7695/1 = P. Martinez, *Teoria cit.*, 586, STJ 21-Abr.-1953 (Rocha Ferreira), *proc. n.º 55.720*, *BMJ* 36 (1953), 375-376 = P. Martinez, *Teoria cit.*, 586, Tribunal de 2.ª Instância das Contribuições e Impostos 27-Set.-1967 (Francisco José de Abreu Fonseca Vellozo), *proc. n.º 44754*, *SI* 16/86-88 (1967), 410-414, STJ 10-Mar.-1981 (Moreira da Silva), *proc. n.º 068845*, *BMJ* 305 (1981), 269 *ss.*, RLx 5-Mar.-1981 (Miguel Mendonça S. Montenegro; vencido Jorge Henrique Pinto Furtado), *proc. n.º 19.615*, *CJ* 6 (1981) 3, STA 12-Nov.-1985 (Pereira da Silva), *proc. n.º 020327*, STA 4-Out.-1990 (Azevedo Moreira), *proc. n.º 020556*, STA 22-Jan.-1991 (Guilherme da Fonseca), *proc. n.º 023886*, STA 9-Jun.-1992 (Guilherme da Fonseca), *proc. n.º 029013*, RPt 29-Jan.-1999 (Guimarães Dias), *proc. n.º 9550761*, 26-29, STJ 10-Fev.-1999 (Manuel Pereira), *proc. n.º 98S133*, RLx 21-Abr.-1999 (Dinis Roldão), *proc. n.º 1.098*, *CJ* 24 (1999) 2, 164-167, RPt 12-Jan.-2001 (Amélia Ribeiro), *proc. n.º 0050751*, RPt 14-Fev.-2002 (Coelho da Rocha), *proc. n.º 0132117*, RCb 5-Nov.-2002 (Monteiro Casimiro), *proc. n.º 2493/2002*, RPt 16-Jan.-2003 ( Sousa Leite ), *proc. n.º 0231764*, STJ 13-Mai.-2003 (Reis Figueira), *proc. n.º 03A1048*, STJ 4-Dez.-2003 (Ferreira



## 2. Conteúdo

### 2.1. O tipo de harmonização. A sua justificação

I. A DDS é uma directriz-quadro de nível 1 do processo legislativo Lamfalussy<sup>22</sup>, que a um segundo nível requereu já actos delega-

de Almeida), proc. n.º 03B3693, RLx 22-Mai.-2007 (Isabel Salgado), proc. n.º 297/2007-7, RPt 27-Mar.-2007 (Anabela Silva), proc. n.º 0720374, RLx 20-Set.-2007, proc. n.º 6040/2007.6, STJ 30-Out.-2007 (João Camilo), proc. n.º 07A3428, RLx 13-Dez.-2007 (Folque Magalhães), proc. n.º 65762007-1, RLx 17-Abr.-2008 (Pedro Lima Gonçalves), proc. n.º 8700/2007-8, RLx 17-Abr.-2008 (Pedro Lima Gonçalves), proc. n.º 8700/2007-8, RPt 6-Mai.-2008 (Anabela Dias da Silva), proc. n.º 0821916, RCb 17-Jun.-2009 (Fernando Ventura), proc. n.º 3172/05.4, STA 7-Mar.-2018 (Fonseca Carvalho), proc. n.º 0375/15, JPVNGaia 8-Jun.-2010 (Perpétua Pereira), proc. n.º 326/2009-JP, TCAS 21-Set.-2010 (Lucas Martins), proc. n.º 02754/08, RLx 15-Mar.-2011 (Manuel Marques), proc. n.º 952/09.5TVLSB.L1-1, RPt 5-Abr.-2011 (Vieira e Cunha), proc. n.º 90/10.8TBCHV.P1, RPt 27-Jun.-2011 (Soares de Oliveira), proc. n.º 12323/08.6TBVNG.P1, RLx 9-Fev.-2012 (Sousa Pinto), proc. n.º 960/07.0YXLSB.L1-2, RGm 9-Fev.-2012 (Manso Rainho), proc. n.º 170/92.2, RLx 9-Fev.-2012 (Sousa Pinto), proc. n.º 960/07, JPTrofa 23-Nov.-2012 (Iria Pinto), proc. n.º 248/2012-JP, RLx 24-Jan.-2013 (Luís Correia de Mendonça), proc. n.º 523/10.3TVFUN.L1-8, RPt 11-Nov.-2013 (Paula Maria Roberto), proc. n.º 640/09.2TTVNF-A.P1, RLx 28-Jun.-2013 (Tomé Almeida Ramião), proc. n.º 697/12.9TVLSB.L1-6, RLx 13-Mar.-2014 (António Martins), proc. n.º 645/09.3TBMDL.L1-6, STJ 1-Abr.-2014 (Paulo Sá), proc. n.º 4739/03.0TVLSB.L2.S1, RPt 5-Mai.-2014 (Paula Leal de Carvalho), proc. n.º 562/11.7TTMAL.P1, RLx 17-Dez.-2014 (Rui Gonçalves), proc. n.º 432/08.6TASCR.L1-3, RCb 10-Fev.-2015 (Moreira do Carmo), proc. n.º 1829/10.7TBLRA.C1, STJ 26-Nov.-2015 (Lopes do Rego), proc. n.º 6027/09.0TVLSB.L1.S1, RLx 13-Jan.-2016 (Alves Duarte), proc. n.º 5879/13.3T2SNT.L1-4, RPt 10-Fev.-2016 (Rodrigues Pires), proc. n.º 3245/13.0TBPRD.P1, JPpt 24-Mar.-2016 (Luís Filipe Guerra), proc. n.º 1068/2013-JP, STA 15-Jun.-2016 (Ascensão Lopes), proc. n.º 0770/15, STA 29-Jun.-2016 (Aragão Seia), proc. n.º 01630/15, STA 3-Nov.-2016 (Casimiro Gonçalves), proc. n.º 0976/16, STA 30-Nov.-2016 (Aragão Seia), proc. n.º 0822/16, RCb 15-Dez.-2016 (Luís Cravo), proc. n.º 1138/15.5T8CTB.C1, STJ 26-Jan.-2017 (Tavares de Paiva), proc. n.º 656/11.9TVPRT.P1.S1, STA 18-Jan.-2017 (Dulce Neto), proc. n.º 0835/16, STA 15-Fev.-2017 (Casimiro Gonçalves), proc. n.º 0669/16, STA 22-Fev.-2017 (Casimiro Gonçalves), proc. n.º 0821/16, STA 8-Mar.-2017 (Pedro Delgado), proc. n.º 013/17, STA 5-Abr.-2017 (Ana Paula Lobo), proc. n.º 01391/16, RCb 7-Abr.-2017 (Felizardo Paiva), proc. n.º 411/15.7T8CTB.C1, STA 19-Abr.-2017 (Francisco Rothes), proc. n.º 01362/16, STA 8-Jun.-2017 (Ascensão Lopes), proc. n.º 01627/15, RGm 28-Set.-2017 (Maria de Fátima Andrade), proc. n.º 6155/15.2T8GMR.G1, RCb 17-Out.-2017 (Moreira do Carmo), proc. n.º 521/15.0T8PMS.C1, RGm 30-Nov.-2017 (José Amaral), proc. n.º 1410/16.7T8BCL.G1, RGm 25-Jan.-2018 (Anabela Tenreiro), proc. n.º 2300/15.6T8BRG.G1.

<sup>22</sup> Cf. a Comunicação da Comissão intitulada *Aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros: plano de acção*, COM(1999) 232 final, Bruxelas, 11-Mai.-1999.

dos da Comissão, designadamente os referidos Regulamentos Delegados (UE) 2017/2358 e 2017/2359<sup>23</sup>.

Impôs, assim, a DDS uma harmonização mínima em benefício dos consumidores<sup>24</sup>.

II. Pretendeu-se, através da DDS, fundamentalmente, promover a igualdade de tratamento entre operadores<sup>25</sup> e o incremento e nivelamento da protecção de consumidores<sup>26</sup>, independentemente dos canais de distribuição<sup>27</sup>.

<sup>23</sup> Cf. de resto o § último da secção 1 da PDMS 2.

<sup>24</sup> Cf. o cons. 3 da DMS. Assim ocorre, a título de exemplo, a respeito das informações a prestar aos clientes, em relação às quais podem os Estados membros impor mais rigorosos requisitos, podendo também proibir ou restringir mais a oferta ou aceitação de honorários, comissões ou vantagens não pecuniárias de terceiros em relação à prestação de aconselhamento em matéria de seguros (artigo 29.º/3, § 1.º, da DDS), incluindo a exigência de que tais honorários, comissões ou vantagens sejam devolvidos ao cliente ou compensados no quadro dos honorários pagos pelo cliente (artigo 29.º/3, § 2.º, da DDS). Os Estados-membros podem também exigir que a prestação de aconselhamento seja obrigatória na venda de todos os PIBS ou de apenas certo tipo destes produtos (artigo 29.º/3, § 3.º, da DDS). Os Estados-membros podem também exigir que, caso este informe o cliente de que o aconselhamento é prestado de forma independente, o mediador avalie um número suficientemente elevado de produtos de seguros disponíveis no mercado, suficientemente diversificados quanto ao tipo e aos fornecedores, e que o aconselhamento não se cinja aos produtos de seguros emitidos ou fornecidos por entidades que tenham relações estreitas com o mediador (artigo 29.º/3, § 4.º, da DDS).

<sup>25</sup> Para Sacha Balsamo Tagnani, *Il fenomeno cit.*, 72, a razão principal residiu na protecção dos consumidores e só secundariamente na igualação do tratamento entre operadores. Na Proposta de Directiva do PE e do Conselho COM/2012/0175 (COD), na secção relativa aos objectivos, focava-se, contudo, em primeiro lugar, o assegurar da igualdade de condições para todos os participantes envolvidos na venda de produtos de seguros. Vd. tb. Illa Sabbatelli, *Adeguatezza e regole di comportamento dopo il recepimento della direttiva IDD*, na *Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia* 2 (2018), 205 ss.

<sup>26</sup> Cf., neste sentido, os cons. 3, 5 “A igualdade de tratamento dos operadores e a protecção dos consumidores requerem que todas as pessoas e instituições sejam abrangidas”, 6 “Os consumidores deverão beneficiar do mesmo nível de protecção, apesar das diferenças entre os canais de distribuição” e “A fim de que seja aplicado o mesmo nível de protecção e que os consumidores possam beneficiar de normas comparáveis”, 7 “A aplicação da Directiva 2002/92/CE veio demonstrar que diversas disposições terão de ser melhor esclarecidas com vista a facilitar o exercício de distribuição de seguros e que a protecção dos consumidores exige o alargamento do âmbito de aplicação da referida directiva a todas as vendas de pro-

dutos de seguros”, 10 “A recente turbulência financeira, que ainda subsiste, veio salientar a importância de assegurar uma proteção eficaz dos consumidores em todos os setores financeiros. É conveniente, portanto, reforçar a confiança dos clientes e tornar mais uniforme o tratamento regulatório” e “O nível de proteção dos consumidores deve ser reforçado em relação à Diretiva 2002/92/CE”, 15 “a fim de assegurar que a atividade de distribuição de seguros beneficie sempre de um grau adequado de proteção dos consumidores”, 16 “A presente diretiva deverá garantir a aplicação do mesmo nível de proteção dos consumidores e a possibilidade de todos os consumidores [dispensável a cacofonia] beneficiarem de normas equiparáveis” e “É vantajoso para os consumidores que os produtos de seguros sejam distribuídos através de diferentes canais e de mediadores com diferentes formas de cooperação com empresas de seguros, desde que apliquem regras semelhantes em matéria de proteção dos consumidores”, 19 “A presente diretiva constitui um passo importante no sentido de um nível acrescido de proteção dos consumidores”, 21 “A fim de garantir um elevado grau de qualidade do serviço e uma proteção eficaz dos consumidores”, 34 “reforço da proteção dos consumidores”, 43 “Na medida em que a presente diretiva tem por objetivo melhorar a proteção dos consumidores, algumas das suas disposições, em especial as que regulam as regras de conduta da atividade dos mediadores de seguros ou de outros vendedores de produtos de seguros, aplicam-se apenas às relações «empresa-consumidor»”, 52 “proteção dos consumidores”, 68 “proteção adequada dos consumidores em toda a União”, e os artigos 5.º/1, § 3.º, “agir de forma claramente prejudicial para [melhor: aos] interesses dos consumidores do Estado-Membro de acolhimento em larga escala”, 5.º/2 “medidas imediatas para salvaguardar os direitos dos consumidores”, 8.º/3 “agir de forma claramente prejudicial para [melhor: aos] interesses dos consumidores do Estado-Membro de acolhimento em larga escala”, 8.º/4 “medidas imediatas para salvaguardar os direitos dos consumidores do Estado-Membro de acolhimento”, 9.º/2 “proteção dos consumidores” e “medidas apropriadas necessárias para proteger os direitos dos consumidores”, 11.º/2 “proteção dos consumidores”; 14.º “criação de mecanismos que permitam aos clientes e a outras partes interessadas, em especial as associações de consumidores, apresentar reclamações contra os distribuidores de seguros e de resseguros”, 20.º/7 d) “ou noutra língua acordada pelo consumidor e pelo distribuidor”, 20.º/9 “após terem sido realizados testes junto dos consumidores”, 23.º/7 “comercialização à distância de serviços financeiros junto dos consumidores”, 41.º/1 “apropriado em relação ao nível de proteção do consumidor”, 41.º/2 “nível suficiente de proteção do consumidor consentâneo com as normas de proteção do investidor”, I b), II f), III c) e f) do anexo I “legislação aplicável à proteção do consumidor”. Cf. tb. os cons. 3 “não deverá impedir os Estados-Membros de manterem ou introduzirem disposições mais rigorosas para proteger os clientes”, 37 “proteção dos clientes” e 47 “É essencial que os clientes saibam se o mediador com o qual contactam os aconselha com base numa análise imparcial e pessoal”. Nota-se, neste particular, uma assíntonia na terminologia por que optaram as diversas versões da DDS, com oscilações entre “cliente” e “consumidor”. Assim, na versão inglesa dos cons. 3, 37 e 47 optou-se por “customers”; na versão alemã optou-se nos cons. 3, 37 e 47 por “Verbraucher” (inclusive no cons. 3 no composto “Verbraucherschutzes”); na versão francesa optou-se no cons. 3 por “consommateurs”, no 37 por “consommateurs”, mas no cons.

Não obstante o assumido propósito de defesa de consumidores, a DDS não se limita a estes<sup>28</sup>. Abrange também não consumidores, com exceção dos artigos 18.º a 20.º, cuja observância pelos distribuidores o artigo 22.º/1 dispensa se distribuírem seguros de grandes riscos.

47 por “clients”; na versão italiana optou-se por “consumatori” no cons. 3 mas “clienti” nos 37 e 47; na versão castelhana, optou-se por “clientes” nos cons. 3 e 47, mas por “consumidores” no cons. 37; na versão holandesa, no cons. 3 “klanten” mas nos 37 e 47 “consument”; na versão romena, no cons. 3, 37 e 47 “consumatorii”. Na versão portuguesa dos cons. 3, 37 e 47 escreveu-se “clientes”, o que significa ter-se alinhado (ou traduzido a partir da?) com a versão inglesa. Vd. tb. Michael Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie*, ZFR 211 (2016) 5, 211, por referência às versões alemã, francesa e inglesa.

<sup>27</sup> Cf. os cons. 5 ss. da DMS.

<sup>28</sup> Ilustrativo é o cons. 43 ao esclarecer que, tendo em conta que “a presente diretiva tem por objetivo melhorar a proteção dos consumidores, algumas”, que não todas, entenda-se, “das suas disposições, em especial as que regulam as regras de conduta da atividade dos mediadores de seguros ou de outros vendedores de produtos de seguros, aplicam-se apenas às relações «empresa-consumidor»”. Cf. tb. M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 211-212, que acrescenta ainda ser o cons. 43 exagerado no que concerne às normas de conduta da actividade dos distribuidores, pois segundo o artigo 22.º/1, § 1.º da DDS não são os deveres de informação dos artigos 18.º a 20.º aplicáveis quando o mediador desenvolva a sua actividade em relação a seguros de grandes riscos, da mesma forma que o processo de supervisão e governação não se aplica a seguros de grandes riscos pelo artigo 25.º/4 da DDS; tb. no caso de distribuição de PIBS contempla o artigo 22.º/1 da DDS uma opção para os Estados-membros, a de poderem prever que as informações dos artigos 29.º e 30.º não sejam fornecidas a um cliente profissional – por oposição a particular – no sentido do artigo 4.º/1/10 da DMIF 2.

A este respeito, damos nota a proposta da APB, em documento intitulado *Comentários da Associação Portuguesa de Bancos à Proposta de Lei n.º 138/XIII/3.ª que transpõe a Diretiva (UE) 2016/97, do Parlamento Europeu e do Conselho, sobre a distribuição de seguros*, pp. 6-7, que propôs um n.º 6 ao artigo 42.º, para alinhar o tratamento conferido a estes produtos de seguros com o conferido pelo legislador aos instrumentos financeiros por ex. pelo artigo 312.º-H/2 do CVM, designadamente a possibilidade de segundo o artigo 22.º/1 da DDS os requisitos adicionais para produtos de investimento com base em seguros não se aplicarem a clientes profissionais. Tal n.º 6 proposto tinha a seguinte redacção: “O disposto no artigo 41.º e no presente artigo não são aplicáveis à atividade de distribuição de seguros de investimento com base em seguros a clientes profissionais, na aceção do artigo 4.º n.º 1, ponto 10 da Diretiva 2014/65/UE”.

## 2.2. O âmbito de aplicação

I. O âmbito objectivo ou material da DDS é mais amplo do que o da DMS, como é, de resto, patente na opção por um diferente título da directriz<sup>29</sup>, depois de um anterior alargamento operado pela DMS em relação à Directiva 1977/92/CEE, complementada mais tarde pela Recomendação 92/48/CEE, estas duas caracterizadas por uma disciplina delimitada em função dos sujeitos, aquela centrando já o seu âmbito em termos objectivos na actividade de intermediação<sup>30</sup>. Com a DDS, o conceito-chave passou assim a ser, em lugar de mediação, o de distribuição de seguros, definido nos artigos 2.º/1/1 da DDS e 4.º *a*) do RJDSR<sup>31</sup>: actividades que consistem em prestar aconselhamento, propor ou praticar outros actos preparatórios da celebração de contratos de seguro, em celebrar tais contratos ou em apoiar a sua gestão e execução<sup>32</sup>, em especial em caso de sinistro, incluindo a prestação de informações sobre contratos de seguro, de acordo com os critérios seleccionados pelos clientes através de um sítio na Internet ou de outros meios, e a compilação de uma lista de classificação de produtos de seguros, incluindo a comparação de preços e de produtos ou um desconto sobre o preço de um contrato de seguro, quando o cliente puder celebrar directa ou indirectamente um tal contrato recorrendo a um sítio na Internet ou a outros meios<sup>33</sup>.

II. O âmbito subjectivo foi assim também alargado, considerando-se agora, em consequência, distribuidor de seguros qualquer

<sup>29</sup> De maneira que não se opta por não falar em DMS 2, mas apenas em PDMS 2.

<sup>30</sup> Sobre o tema, *e. g.*, S. Balsamo Tagnani, *Il fenomeno cit.*, 73-74.

<sup>31</sup> Cf. tb. a definição de distribuição de resseguros no artigo 2.º/1/2 da DDS.

<sup>32</sup> Mais restritamente, o artigo 2.º/3 da DMS excluía da mediação de seguros tal actividade quando exercidas por um segurador ou empregado sob a responsabilidade daquele.

<sup>33</sup> Para desenvolvimentos sobre a matéria vd. S. Balsamo Tagnani, *Il fenomeno cit.*, 84 ss., REIFF, § 59, no *Münchener Kommentar zum VVG*, org. Langheid/Wandt, 2.ª ed., Beck, Munique (2016) n.ºs marg. 1 ss. (beck online) e Jochen Lehmann/Sören Rettig, *Versicherungsvertrieb im Internet*, *NJW* (2017), 596-601.

mediador de seguros, incluindo a título acessório<sup>34</sup>, ou segurador (artigos 2.º/8 da DDS e 4.º b) do RJDSR; mais restritamente os artigos 2.º/5 da DMS e 5.º e) do RJMSR). É esta uma das centrais novidades da DDS. Os seguradores não são intermediários ou mediadores, pois, passe a redundância, não medeiam, não são terceiros em relação ao produto comercializado<sup>35</sup>, mas certamente distribuem-no, de maneira que são também distribuidores.

É ainda dado relevo ao *produtor* – seja mediador ou segurador – de seguros para venda a clientes (artigo 25.º da DDS).

## 2.3. Requisitos de registo e de organização

I. Em larga medida, mantêm-se os requisitos de registo, regulados por um só artigo (3.º da DDS), previstos na DMS<sup>36</sup>.

Aproveitou-se, todavia, a ocasião para instituir um registo electrónico único da EIOPA dos mediadores de seguros, resseguros e a título acessório que tenham notificado a sua intenção de exercer actividade transfronteiriça (artigo 3.º/4).

Exigem-se novas informações requeridas na fase de inscrição no registo do mediador no Estado de origem: a) identificação de participações superiores a 10 %; b) nomes de pessoas que tenham relações estreitas com o mediador; c) informações sobre a irrelevância de tais pessoas no exercício de funções de vigilância (artigo 3.º/6).

A DDS procede ainda ao aumento dos capitais dos seguros obrigatórios de responsabilidade civil profissional dos mediadores (artigo 10.º/4), prevendo ainda que os mediadores a título acessório

<sup>34</sup> A categoria de mediadores a título acessório não integra a de mediadores de seguros (cp. os n.ºs 3 e 4 do artigo 2.º da DDS), como já ocorria à luz da DMS (artigo 2.º/5 e 7). Diferentemente, o DL 144/2006 agrupava-os na categoria de mediadores de seguros (artigo 5.º e)). Vd. tb. Mafalda Miranda Barbosa, *Directiva de distribuição de seguros: os sujeitos*, RDCom [2] (2018), 1141.

<sup>35</sup> Exprime-se nestes termos tb. Paoloefisio Corrias, *Profili generali della nuova disciplina recata dalla direttiva 2016/97/EU*, na *Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia* 2 (2018), 162.

<sup>36</sup> Cf. a explicação ao capítulo II na PDMS 2.

estejam também cobertos por um seguro ou garantia “equivalentes”, sem, todavia, definir montantes cuja determinação fica, assim, a cargo dos Estados-membros (artigo 10.º/5)<sup>37</sup>.

**II.** A DDS estabelece que os mediadores, os seus empregados e os dos seguradores e resseguradores que distribuam seguros cumpram determinados requisitos em matéria de formação e aperfeiçoamento profissional contínuo (artigo 10.º/2, § 1.º). Para o efeito, os Estados-membros de origem devem adoptar e publicar mecanismos para eficazmente controlar e avaliar conhecimentos e competências com base num mínimo de 15 horas de formação ou aperfeiçoamento profissional por ano, tendo em conta a natureza dos produtos vendidos, o tipo de distribuidor, o papel que desempenham e as actividades exercidas no distribuidor de seguros ou resseguros (artigo 10.º/2, § 2.º)<sup>38</sup>.

A DDS permitiu que os Estados-membros não aplicassem o requisito de conhecimentos e aptidões e de formação contínua às pessoas singulares que, exercendo actividades de distribuição, trabalhassem num segurador ou mediador de seguros, desde que seja assegurado que as pessoas relevantes na estrutura de gestão, responsáveis pela distribuição e outras pessoas directamente envolvidas na mesma demonstrem possuir os conhecimentos e aptidões necessários ao exercício das suas funções. Outra opção permitida aos Estados-membros foi a de poderem requerer provas de conclusão com êxito dos requisitos de formação e aperfeiçoamento mediante obtenção de certificado (artigo 10.º/2, § 3.º). Prevista é também a formação de dependentes que se ocupem da distribuição por parte de seguradores e resseguradores que efectuem *vendas directas* (artigo 10.º/8)

O artigo 25.º do RJDSR, sob a epígrafe “Formação e aperfeiçoamento profissional contínuo”, regulou *ex professo* a matéria em apreço determinando que o cumprimento dos deveres em matéria

<sup>37</sup> Sobre o ponto Paolofisio Corrias, *Profili generali* cit., 170 ss.

<sup>38</sup> Cf. tb. o cons. 29. Diferentemente, previa o parecer do PE, de 26-Dez.-2014, 200 horas de formação contínua por período de cinco anos. Para a data de aplicação do artigo 10.º/1 vd. o artigo 40.º da DDS.

de formação e aperfeiçoamento profissional contínuo pressupõe a frequência de acções de formação e de aperfeiçoamento profissional que preencham os seguintes requisitos: *a)* sejam adequadas à categoria de mediador de seguros, à natureza dos produtos de seguros distribuídos e às funções desempenhadas e actividades exercidas pelo formando; *b)* tenham duração mínima anual de 15 horas; *c)* confirmem comprovativo de conclusão. Com o artigo 25.º, há que conjugar o dever geral do mediador de seguros de assegurar que *(i)* os membros do órgão de administração responsáveis pela distribuição e *(ii)* as pessoas directamente envolvidas na actividade de distribuição de seguros mantêm um nível adequado de desempenho mediante o cumprimento dos requisitos de formação e aperfeiçoamento profissional (artigo 24.º/1 *k)* e *l)* do RJDSR). Um tal dever impende igualmente sobre os seguradores no exercício da actividade de distribuição em relação às pessoas directamente envolvidas na mesma (artigo 37.º/2 *b) iii)* do RJDSR). A ASF, a quem foi atribuído o poder de verificar o cumprimento de tal dever (artigo 69.º *g)* do RJDSR), ficou de aprovar regulamentação que defina os requisitos mínimos a observar pelas entidades formadoras (artigo 13.º *m)* da L 7/2019). Constitui contraordenação grave, punível com coima de € 1.000 a € 500.000 ou € 3.000 a € 2.500.000 consoante pessoa singular ou colectiva, o incumprimento pelo mediador ou segurador do dever de que nos ocupamos (113.º *h)* e *tt)* do RJDSR).

## **2.4. Deveres de informação e regras de conduta da actividade**

**I.** A DDS, em parte baseada na DMIF 2<sup>39</sup>, alargou os deveres de informação quando comparada com a DMS, em particular o artigo 12.º onde a matéria era regulada.

<sup>39</sup> Assim, por ex., o princípio “geral” do artigo 17.º/1 da DDS apresenta uma redacção muito próxima do artigo 24.º da DMIF 2. Para efeito de comparação são os seguintes os textos do primeiro e do segundo artigos, respectivamente: “Os Estados-Membros asseguram que os distribuidores de seguros atuem sempre, no quadro do exercício da actividade, de forma honesta, correta e profissional, em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes” e “Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento, ao prestarem serviços



Em termos gerais, devem os distribuidores actuar sempre, na sua actividade, de forma honesta, correcta e profissional, *em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes* (artigo 17.º/2).

Por isso, não devem ser remunerados nem remunerar ou avaliar o desempenho dos seus empregados de um modo que colida com o seu “*dever de agir de acordo com os melhores interesses dos seus clientes*”, não podendo em particular recorrer a mecanismos de remuneração, de objectivos de vendas ou doutro tipo susceptíveis de incentivar a recomendação de determinado produto a um cliente, quando poderia propor um diferente que melhor correspondesse às necessidades deste (artigo 17.º/3).

**II.** Uma das novidades da DDS respeita às obrigações de informação a cargo do mediador em relação a eventuais conflitos de interesse e em matéria de transparência (artigo 19.º/1-5), noutros termos, deve informar de forma clara e precisa sobre o seu próprio *status* subjectivo e o tipo de retribuição que perceberá<sup>40</sup>. Assim, deve o mediador, com a devida antecedência em relação à celebração de um contrato de seguro, informar os seus clientes, pelo menos: *a)* de participações, directas ou indirectas, iguais ou superiores a 10% nos direitos de voto ou no capital, de que seja titular, dum segurador; *b)* de participações, directas ou indirectas, iguais ou superiores a 10% nos seus direitos de voto ou no seu capital por parte de seguradores ou empresa-mãe de um segurador; *c)* em relação ao contrato pro-

de investimento ou, sendo o caso, serviços auxiliares aos clientes, atuem de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes, respeitando nomeadamente os princípios enunciados no presente artigo e no artigo 25.º. De igual modo o artigo 17.º/2 da DDS em comparação com o 24.º/2 da DMIF 2: “Sem prejuízo da Diretiva 2005/29/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, os Estados-Membros asseguram que todas as informações relativas ao âmbito da presente diretiva, incluindo as comunicações comerciais, enviadas pelos distribuidores de seguros aos seus clientes ou potenciais clientes, sejam corretas, claras e não enganosas. As comunicações comerciais devem ser sempre claramente identificadas como tal” e “Todas as informações, incluindo as comunicações comerciais, enviadas pelas empresas de investimento aos seus clientes ou clientes potenciais devem ser corretas e claras e não induzir em erro. As comunicações comerciais devem ser claramente identificadas como tal”. Assim tb. M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 213. <sup>40</sup> Cons. 40.

posto ou sobre o qual haja prestado aconselhamento: *i*) se baseia os seus conselhos numa análise imparcial e pessoal; *ii*) se tem a obrigação contratual de exercer a actividade de distribuição exclusivamente com um ou mais seguradores, caso em que deve informar dos respectivos nomes; ou *iii*) se não tem a obrigação prevista em *ii*) e se não baseia os seus conselhos numa análise imparcial e pessoal, caso em que deve também informar dos nomes dos seguradores com que trabalha; *d*) da natureza da remuneração recebida por referência ao contrato de seguro; *e*) se, por referência ao contrato de seguro, trabalha com base: *i*) em honorários, ou seja, na remuneração a pagar directamente pelo cliente; *ii*) numa comissão de qualquer tipo, ou seja, na incluída no prémio de seguro; *iii*) noutra tipo de remuneração, incluindo vantagem económica oferecida ou concedida em conexão com o contrato de seguro; ou *iv*) numa combinação de qualquer dos tipos mencionados em *i*), *ii*) e *iii*) (artigo 19.º/1 *a*-*d*). Ao contrário da PDMS 2, que previa uma tal informação total preventiva sobre a natureza da remuneração apenas para os produtos do ramo vida (artigo 17.º/2), a DDS não distingue<sup>41</sup>.

Como existiam práticas remuneratórias nos diferentes países da UE, em particular aqueles em que o agente ou corretor é pago directamente pelo cliente (chegando a prever-se “proibições de comissão”), e aqueloutros em que são pagos através de comissões por parte do segurador (normalmente por percentagem em relação ao prémio pago na sequência do contrato de seguro mediado), deixou-se às partes, no texto final da DDS, liberdade para definir o tipo de remuneração pela mediação. Importante é que o mediador dela informe.

**III.** O artigo 20.º da DDS introduz dois novos documentos no âmbito do dever pré-contratual de informar. O primeiro é uma recomendação personalizada, caso seja prestado aconselhamento antes da celebração de um determinado contrato. Nessa recomendação explica a razão pela qual constitui um produto concreto a melhor solução para as exigências e necessidades do cliente (artigo 20.º/1). O segundo consiste num documento normalizado de informação,

<sup>41</sup> Neste ponto, S. Balsamo Tagnani, *Il fenomeno cit.*, 77-78.

elaborado pelo respectivo produtor, para a distribuição de seguros do ramo não-vida (artigo 20.º/5-6), que deve ser: *a)* sucinto e independente; *b)* de apresentação e disposição claras e de fácil leitura, com caracteres legíveis; *c)* não se tornar menos compreensível se impresso ou fotocopiado a preto e branco; *d)* redigido nas línguas oficiais do Estado-membro em que o produto de seguros é oferecido, ou noutra língua acordada; *e)* preciso e não enganador; *f)* conter o título “Documento de informação sobre o produto de seguros”; *g)* incluir uma declaração de que a informação contratual e pré-contratual completa relativa ao produto é prestada noutros documentos (artigo 20.º/7).

IV. A DDS preocupa-se com a forma da informação, regulada no artigo 23.º sob a epígrafe “Condições de informação”<sup>42</sup> e institui um aspecto inovador, a transmissão daquela através de páginas electrónicas sob determinados pressupostos (artigo 23.º/5; diversamente o artigo 13.º/1 da DMS). A transmissão oral das informações a solicitação do cliente ou quando necessária uma cobertura imediata prevista na DMS (artigo 13.º/2) deixa de ser possível<sup>43</sup>.

V. Uma das mais relevantes novidades da DDS<sup>44</sup> é o regime das *ventas asociadas* (artigo 24.º)<sup>45</sup>.

<sup>42</sup> A expressão “Condições da informação” da versão portuguesa contrasta com “Modalités d’information” da francesa, com “Modalità dell’informazione” da italiana, com “Modalidades de transmisión de la información” da castelhana, com “Einzelheiten der Auskunftserteilung” da alemã. Parece assim, uma vez mais, com prejuízo para a inteligibilidade do português, alinhar com o inglês “Information conditions”, língua bem mais afastada do português do que por ex. a castelhana, a italiana ou a francesa (e proceder da mesma forma que outras tradições jurídicas, como a holandesa “Voorwaarden inzake informatie”, a polaca “Warunki dotyczące informacji”, a maltesa “Kundizzjonijiet ta’ informazzjoni” ou a romena “Condiții privind informarea”).

<sup>43</sup> Vd. M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 216.

<sup>44</sup> Que tem pontos de contacto com outros regimes. Sobre o tema, à luz do direito italiano, DANILLO GALLETI, *La cross selling di prodotti bancari ed assicurativi dopo le recenti riforme dei mercati finanziari*, em *Banca, Impresa, Società* 3 (2007), 365-383.

<sup>45</sup> Chamadas “Vendas cruzadas” na versão castelhana, “Cross-selling” na inglesa, “Vente croisée” na francesa, “Vendita abbinata” na italiana, “Koppelverkoop” na holandesa, “Quer-

Muitas vezes existem associações de “vendas” de um produto de seguros com outro, eventualmente beneficiando o cliente de uma redução de prémios ou doutro incentivo<sup>46</sup>. Ocorre também cruzar-se a oferta de seguros com produtos de diferente natureza<sup>47</sup>. Apenas esta segunda forma de associação de “venda” – *rectius*, comercialização, porque de venda, em termos jurídicos, se não trata – é regulada pelo artigo 24.º da DDS. Porque a comercialização cruzada pode proporcionar benefícios, mas também fomentar práticas que não atendem devidamente aos interesses do cliente, e porque situações deste jaez foram já detectadas<sup>48</sup>, entendeu-se dever legislar-se sobre a matéria.

Assim, quando um produto de seguros for oferecido, como parte de um “pacote”<sup>49</sup> ou do mesmo acordo, juntamente com um produto ou serviço acessório que não seja um seguro, *deve* o distribuidor

verkäufre” na alemã, “Vânzarea combinată” na romena, “Bejgh inkroċġat” na maltesa. A DDS não as define, ao contrário da DMIF 2 (artigo 4.º/1/32).

<sup>46</sup> As “vendas associadas” ocorrem não apenas no mercado segurador, mas em geral na distribuição serviços financeiros. Vd. a respeito a definição de “venda cruzada” do artigo 4.º/1/42 da DMIF 2 e, ainda, o *Joint Committee Consultation Paper on guidelines for cross-selling practices*, de 22-Dez.-2014, da ESA (que integra precisamente a EBA, a EIOPA e a ESMA).

<sup>47</sup> Um exemplo constitui a oferta de seguros com a venda de telemóveis. Sobre o tema ocupou-se a EIOPA no *Report on Consumer Protection Issues arising from the sale of Mobile Phone Insurance*, de 12-Nov.-2015 (EIOPA-BoS-15-235), onde fala de problemas vários relacionados com estes produtos, como o pagamento de prémios elevados para coberturas reduzidas, vinculação a contratos de longa duração em relação a produtos cujo preço é rapidamente pago, ou injustificadamente longos e onerosos processos de gestão de reclamações. O referido relatório chega mesmo a dar uma definição de seguro de telemóvel (aí abreviado MPI = *Mobile Phone Insurance*): “produto de seguro que cobre certos sinistros relativos a telemóveis. Também segundo o relatório, mas de cuja correcção neste particular duvidamos, em Portugal, a cobertura de telemóvel não era comercializada individualmente em 2013, mas apenas como parte de um seguro geral de aparelhos electrónicos.

<sup>48</sup> Cf. o cons. 81 da DMIF 2, que num âmbito mais abrangente exemplifica com “vendas” cruzadas – de produtos não exclusivamente de seguros – em que dois ou mais produtos são vendidos num “pacote” e, pelo menos, um deles não está disponível em separado, falseando a concorrência e afectando a “mobilidade” dos clientes e a sua escolha informada. Outro exemplo ainda dado é o da imposição de abertura de contas à ordem quando é prestado um serviço de investimento a um cliente não profissional.

<sup>49</sup> Palavra para a qual, mau grado a sua progressiva generalização, seria talvez oportuno procurar, na opinião de quem escreve, um sucedâneo; na versão francesa optou-se por “lot”.

*informar o cliente sobre a possibilidade de aquisição separada dos diferentes “componentes”<sup>50</sup> – entenda-se, do “pacote” ou acordo – e, em caso afirmativo, fornecer-lhe uma descrição adequada de tais componentes e separadamente informação sobre os custos e encargos a cada um deles associados (artigo 24.º/1 da DDS)<sup>51</sup>. Não é, deste modo, proibida a “venda associada”, mas impõe-se sobre a mesma devidamente esclarecer, inclusive sobre cada um dos negócios que compõem a tal “associação”.*

Quando o produto de seguros for oferecido, como parte de um “pacote” ou do mesmo acordo, juntamente com um produto ou serviço acessório que não seja um seguro, e o risco ou a cobertura resultante do referido acordo ou “pacote” seja distinto dos associados aos componentes separadamente considerados, o distribuidor fornece não apenas uma descrição adequada dos diferentes componentes do acordo ou “pacote”, como também *do modo como a respectiva interação modifica o risco ou a cobertura* (artigo 24.º/2).

Quando o produto de seguros for oferecido, como parte de um “pacote” ou do mesmo acordo, juntamente com um produto ou serviço acessório que não seja um seguro, o distribuidor *deve oferecer ao cliente a possibilidade de contratar o bem ou serviço separadamente* (artigo 24.º/3, 1.ª prt.), salvo quando o bem ou serviço acessório ao seguro for de investimento, de crédito ou conta de pagamento (artigo 24.º/3, 2.ª prt.). Aqui, diversamente do n.º 1 do artigo 24.º, há não apenas o dever de informar como também a imposição de oferecer a contratação do produto acessório ao seguro em separado.

O regime relativo às “vendas” associadas não impede, obviamente, a distribuição de seguros que cubram vários tipos de riscos, correntemente chamados multirriscos (esclarece-no-lo, por via de dúvidas, o artigo 24.º/5).

<sup>50</sup> Termo *sui generis* na terminologia jurídica, se usado, como é o caso, como substantivo, desacompanhado de “partes” (cf. os artigos 408.º/2, 880.º ep. e 1, 1377.º a), 1381.º a) do CC).

<sup>51</sup> Cf. tb. os cons. 53 e 54.

VI. A DDS ocupa-se, na senda da DMIF 2, dos requisitos de supervisão e de governação dos produtos<sup>52</sup>. Ao regime preside a ideia de que a protecção dos investidores deve passar a ser feita não no “ponto de venda”, mas desde o início da elaboração de um produto. Do regime são excluídos os seguros de grandes riscos (artigo 25.º/4).

Assim, devem seguradores e mediadores que concebam produtos de seguros para venda a clientes manter, aplicar e rever um processo de aprovação, proporcionado e adequado, de cada produto de seguros ou de adaptações importantes de produtos de seguros existentes antes da sua comercialização ou distribuição aos clientes (artigo 25.º/1, §§ 1.º e 2.º). O processo de aprovação do produto deve especificar um mercado alvo para cada produto e assegurar que os respectivos riscos relevantes sejam avaliados e a estratégia de distribuição coerente, tomando medidas para garantir que o seguro seja distribuído em tal mercado alvo (artigo 25.º/1, § 3.º). O artigo 25.º aplica-se aos *distribuidores que concebam o produto*, não a todos e quaisquer distribuidores, com excepção do § 6.º do mesmo artigo que visa *apenas o distribuidor* que o não haja concebido.

Tratando-se a governação e supervisão dos produtos de seguros primariamente de um dever de natureza regulatória, não cria directamente deveres contratuais. É, todavia, questionável até que ponto estaremos aqui perante normas de protecção de terceiros para efeito de responsabilidade aquiliana (artigo 483.º/1 do CC), designadamente quando o cumprimento defeituoso do dever de informar por parte do distribuidor que não concebe o produto se deva a uma defeituosa aprovação do mesmo por parte do segurador ou doutro mediador que o haja concebido<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> Também conhecido por *POG – Product Oversight and Governance*. Cf. a epígrafe do artigo 25.º na versão inglesa: “*Product oversight and governance requirements*”. Criticando a “tradução” alemã “*Aufsichts- und Lenkungs—Anforderungen*” do artigo 25.º M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 275.

<sup>53</sup> Assim tb. M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 277, fazendo referência à recente solução do § 39 (2) c do BWG (*Bankwesengesetz*) austríaco e levantando a hipótese de poder divisar-se no contrato entre distribuidor “conceptor” ou “produtor” e distribuidor que o não é um contrato com eficácia de protecção de terceiros.

## 2.5. Produtos de investimento com base em seguros

I. Depois de ter a DMIF 2 (artigo 91.º) introduzido na DMS o capítulo III-A intitulado precisamente “Requisitos adicionais de protecção dos clientes no que se refere aos produtos de investimento com base em seguros”, vem agora a DDS, revogando o referido capítulo com efeitos a partir de 23-Fev.-2016 (artigo 43.º)<sup>54</sup>, regular a matéria no seu Capítulo VI simetricamente intitulado “Requisitos adicionais no que se refere aos produtos de investimento com base em seguros”. A influência da DMIF 2 é, todavia, muito visível na disciplina dos PIBS constante da DDS, a começar pela respectiva definição (artigos 2.º/12 da DMS na redacção dada pelo 91.º da DMIF 2; cf. também o artigo 4.º r) do RJDSR).

A este respeito, o capítulo VI está directamente limitado pelo conceito de PIBS, definido no artigo 2.º/17 da DDS, que o legislador nacional reproduziu no artigo 4.º r) do RJDSR.

II. O capítulo VI da DDS começa por preocupar-se com os *conflitos de interesses*.

Assim, num primeiro plano, devem os mediadores ou seguradores que distribuam PIBS manter e usar mecanismos organizativos e administrativos eficazes a evitar que os interesses dos seus clientes sejam prejudicados por conflitos de interesses (artigo 27.º). Num segundo momento, constatando-se não serem tais medidas suficientes, deve o mediador ou o segurador *informar* claramente o cliente, com a devida antecedência antes da celebração do contrato, da natureza genérica ou das fontes de tais conflitos, o que deve fazer num suporte duradouro<sup>55</sup> de acordo com o estatuto ou “natureza”

<sup>54</sup> Disciplina cuja vigência foi, portanto, pelo menos a nível formal, muito breve.

<sup>55</sup> Vd. diversamente o artigo 23.º/1 a) da DDS. A informação sobre conflitos de interesses pode ser prestada através de um sítio da Internet se: (i) forem pessoalmente dirigidas ao cliente; ou (ii) se se reunirem as seguintes condições: a) a prestação de tais informações por este meio for apropriada no contexto da relação comercial entre distribuidor e cliente (cf. neste particular o n.º 6 do artigo 23.º); b) o cliente tiver assentido na prestação das informações através de um tal meio; c) o cliente tiver sido electronicamente notificado do endereço do sítio e do local do sítio na Internet onde podem ser as informações consultadas; d) se

do cliente, de maneira a permitir-lhe tomar uma decisão informada relativamente às actividades de distribuição de seguros em cujo contexto surge o referido conflito (artigo 28.º/3 a) e b) da DDS)<sup>56</sup>.

**III.** Passa-se depois às informações a prestar aos clientes (artigo 29.º) e à apreciação da adequação e do carácter apropriado (artigo 30.º).

O dever de informar o cliente, como esclarece o artigo 29.º/1 da DDS, acresce ao de informação do artigo 18.º e à divulgação conflitos de interesses do artigo 19.º/1 e 2.

Assim, devem ser prestadas informações adequadas, com antecedência suficiente em relação à celebração de um contrato – trata-se portanto de informações pré-contratuais –, a clientes ou a potenciais clientes, no que respeita à distribuição de PIBS e aos custos e encargos associados, as quais devem, no mínimo, incluir: a) quando prestado aconselhamento, se o mediador ou segurador entregará ao cliente uma avaliação periódica da adequação do PIBS recomendado; b) no que concerne às informações sobre PIBS e às estratégias de investimento propostas, as orientações apropriadas e avisos sobre os riscos associados aos PIBS e às referidas estratégias de investimento propostas; c) no que respeita aos custos e encargos associados, as informações relativas à distribuição do PIBS,

tiver assegurado que as informações permanecerão acessíveis no sítio da Internet por um período razoável que permita ao cliente consultá-las (artigo 23.º/5 da DDS).

<sup>56</sup> O artigo 28.º/3 a) e b) colheu clara inspiração no artigo 23.º/3 da DMIF 2, com o seguinte teor: “A informação referida no n.º 2 tem de: a) Ser efetuada num suporte duradouro; e b) Ser suficientemente detalhada, tendo em conta a natureza do cliente, para permitir que este tome uma decisão informada relativamente ao serviço no âmbito do qual [em cujo âmbito?] surge o conflito de interesses”. É a seguinte a redacção do artigo 28.º/3 a) e b) da DDS: “Em derrogação do artigo 23.º, n.º 1, a prestação da informação referida no n.º 2 do presente artigo deve: a) ser efetuada num suporte duradouro; e b) incluir detalhes suficientes, tendo em conta a natureza do cliente, que lhe permitam tomar uma decisão informada relativamente às atividades de distribuição de seguros em cujo contexto surge o conflito de interesses”. Segundo I. Sabbatelli, *Adeguatezza e regole* cit., 206, a DMS não sujeitava de maneira expressa e peremptória, como o faz a DDS, o mediador ou segurador a precisos deveres de informação com vista a que o segurado efectuasse uma escolha económica informada e responsável.



incluindo o custo de aconselhamento, se aplicável, o custo do PIBS recomendado ou comercializado junto do cliente e as formas de pagamento de que este dispõe, incluindo os pagamentos recebidos de terceiros (artigo 29.º/1, § 1.º). Tais informações devem ser periodicamente transmitidas ao cliente, pelo menos uma vez por ano, durante o “ciclo de vida” do investimento (artigo 29.º/1, § 2.º). As informações devem ser prestadas de forma compreensível – o que seja “compreensível” não é fácil definir neste contexto, sobretudo quando tais produtos são muitas vezes complexíssimos –, podendo ainda os Estados-membros autorizar a sua entrega em formato normalizado (artigo 29.º/1, § 3.º). São também previstas regras quando não seja prestado aconselhamento (artigo 30.º/2).

No âmbito dos PIBS, limitaram-se os termos em que é possível acordar o pagamento de comissões, ainda que tal disciplina não venha no capítulo que àqueles concerne<sup>57</sup>. Foi este um dos aspectos mais debatidos durante processo de redacção da DDS<sup>58</sup>. Assim, os mediadores ou seguradores cumprem as suas obrigações nos termos dos artigos 17.º/1, 27.º ou 28.º, sempre que paguem ou recebam honorários ou comissões, forneçam ou sejam destinatários de benefícios não pecuniários associados à distribuição de um PIBS ou à prestação de um serviço acessório, a terceiros ou por parte de terceiros, salvo o cliente ou pessoa que em seu nome actue, *apenas quando* tal pagamento ou benefício: *a)* não tenha um efeito prejudicial sobre a qualidade do serviço em causa para o cliente<sup>59</sup>; e, *cumulativamente*,

<sup>57</sup> Fala a este respeito de “infeliz sistemática” M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 277.

<sup>58</sup> M. Gruber *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 278, refere-se-lhe como “la cause célèbre”.

<sup>59</sup> Neste tocante, é o artigo 29.º/2 *a)* DDS diferente do 24.º/9, § 1.º, *a)*, da DMIF 2: neste a excepção à proibição vale se o pagamento se destinar a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente, naquele não há excepção mas o condicionamento do pagamento ao facto de não ter um efeito prejudicial na qualidade do serviço em causa para o cliente. Considera mais estreitamente formulada a redacção da DMIF 2 em comparação com a DDS, M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 278; considera, criticamente, ter a DDS ficado atrás da DMIF 2, Christoph Brönmelmeyer, *Gläserner Vertrieb? – Informationspflichten und Wohlverhaltensregeln in der Richtlinie (EU) 2016/97 über Versicherungsvertrieb*, em *Recht und Schaden* (2016), 275. Prefere frisar que a DDS ao contrário da DMIF 2 não parte

b) não interfira com a obrigação do mediador ou segurador de agir de forma, honesta, correcta e profissional, de acordo com os melhores interesses dos seus clientes (artigo 29.º/2 da DDS). De notar que tal regra vale sem prejuízo das gerais, designadamente das que dos artigos 19.º/1 d) e e), 19.º/3 e 22.º/3 constam. O artigo 29.º/2 não menciona valer sem prejuízo do artigo 19.º/5, norma que vale para os seguradores, paralelamente ao 19.º/3 para os mediadores, e que impõe a prestação de informação em relação a cada um dos pagamentos que o cliente tiver de fazer ao abrigo do contrato de seguro após a sua celebração, distintos dos prémios regulares e dos pagamentos calendarizados. Parece, não obstante, tratar-se de um lapso do próprio artigo 29.º/2, que deve, por conseguinte, valer também sem prejuízo do 19.º/5<sup>60</sup>.

Os Estados-membros podem mesmo proibir ou restringir a oferta ou aceitação, incluindo a sua restituição ou compensação, de honorários, comissões ou vantagens não pecuniárias de terceiros em relação à prestação de aconselhamento em matéria de seguros (artigo 29.º, § 3.º)<sup>61</sup>. Trata-se de matéria em que se reconhecem diferenças entre as práticas correntes de mercado e posturas normativas dos Estados-membros.

É facultado aos Estados-membros também exigir que a prestação de aconselhamento do artigo 30.º seja obrigatória para todos ou alguns PIBS (artigo 29.º/3, § 3.º).

IV. O artigo 30.º, tendo como fonte inspiradora o artigo 25.º da DMIF 2, estabelece obrigações além das do artigo 20.º (artigo 30.º/1).

Tal como o artigo 20.º, o 30.º diferencia as obrigações do distribuidor, consoante o tipo de serviço oferecido: com (artigo 30.º/1) ou sem aconselhamento (artigo 30.º/2). O aconselhamento não é obri-

de uma proibição David Rüll, *Die neue Versicherungsvertriebsrichtlinie – zugleich Anmerkungen zum Regierungsentwurf des Umsetzungsgesetzes*, *VuR* (2017), 134.

<sup>60</sup> Assim tb., em termos que seguimos, M. Gruber, *Die Versicherungsvertriebsrichtlinie* cit., 278.

<sup>61</sup> Sobre o regime alemão neste tocante Dörner, *Vorbemerkung zu §§ 59-73*, em *Versicherungsvertragsgesetz*, org. Prölls/Martin, 30.ª ed., Beck, Munique (2018), III n.ºs marg. 63-66 (beck online).

gatório pela DDS, sem menoscabo da opção conferida aos Estados pelo artigo 29.º/3, § 3.º).

Os mediadores e seguradores têm o *dever de avaliar o carácter apropriado e adequação* dos PIBS, *quando prestem aconselhamento*. Assim, devem estes obter do cliente as informações necessárias sobre os conhecimentos e experiência do cliente ou potencial cliente em matéria de investimento relevante para o tipo específico de produto em questão, bem como sobre a sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e objectivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco (artigo 30.º/1). Quando *não seja prestado aconselhamento*, devem, ainda assim, solicitar ao cliente ou potencial cliente informações sobre o seu conhecimento e a sua experiência no domínio do investimento relevante para o tipo específico de produto oferecido ou solicitado (artigo 30.º/2, § 1.º) e avisá-lo, caso não considerem o investimento apropriado (artigo 30.º/2, § 2.º). Caso a informação não seja prestada pelos clientes ou potenciais clientes ou seja insuficiente, o mediador ou segurador deverão avisá-los não estarem em posição de determinar se o produto em causa lhes é apropriado (artigo 30.º/2, § 3.º).

Contrariamente ao artigo 25.º/4 da DMIF 2, no artigo 30.º/3 da DDS a distribuição “meramente executória”, ou seja, sem necessidade de obter as informações e determinar a adequação dos produtos, é uma opção dos Estados, verificados os requisitos aí dispostos.

V. Em matéria de PIBS, é prevista a *obrigação* do mediador ou segurador *de criar um registo* que inclua os documentos acordados entre mediador ou segurador e o cliente, donde constem os direitos e obrigações das partes e as condições mediante as quais o mediador ou o segurador prestação serviços ao cliente (artigo 30.º/4, inspirado no 25.º/5 da DMIF 2<sup>62</sup>).

<sup>62</sup> Cp. as redacções dum e doutro, respectivamente: “O mediador ou a empresa de seguros devem criar um registo que inclua o documento ou documentos acordados entre o mediador ou a empresa de seguros e o cliente, nos quais se enunciam os direitos e obrigações de ambas as partes, bem como as demais condições mediante as quais o mediador ou a empresa de seguros prestarão serviços ao cliente. Os direitos e obrigações das partes no contrato podem ser incluídos por referência a outros documentos ou diplomas legais” e “A empresa

É também prevista a *obrigação* do mediador ou segurador *de envio ao cliente de relatórios “adequados”* sobre o serviço prestado, tendo em conta o tipo e complexidade dos PIBS envolvidos e a natureza dos serviços prestados ao cliente, bem como, quando existam, os custos das transacções e serviços realizados em nome do cliente (artigo 30.º/5, na esteira do 25.º/6, § 1.º, da DMIF 2). Quando prestado aconselhamento sobre um PIBS, o mediador ou segurador deve fornecer ao cliente, antes da celebração do contrato, uma declaração de adequação que especifique o aconselhamento prestado e o modo como respeita as preferências, objectivos e outras características do cliente (artigo 30.º/5, § 2.º).

## 2.6. Reforço do quadro sancionatório

Outra das inovações da DDS é, como já é timbre dos actos normativos da UE de “2.ª geração” – recorde-se o RGPD –, o reforço do quadro sancionatório<sup>63</sup>, sem todavia abranger sanções penais<sup>64</sup>, disciplinado no capítulo VII, artigos 31.º a 36.º. No RJDSR, a matéria vem também regulada nos artigos 101.º a 118.º<sup>65</sup>.

Em caso de actividade transfronteiriça, a DDS prevê ainda o reforço dos poderes do Estado de acolhimento relativamente às actividades ilegitimamente exercidas no âmbito da distribuição de produtos de seguro por um mediador registado noutro Estado membro (artigo 5.º).

de investimento cria um registo que inclua o documento ou os documentos acordados entre a empresa de investimento e o cliente nos quais se enunciam os direitos e obrigações de ambas as partes, bem como as demais condições em que a empresa de investimento prestará serviços ao cliente. Os direitos e obrigações das partes no contrato podem ser incluídos por referência a outros documentos ou diplomas legais”.

<sup>63</sup> Cons. 58 a 60.

<sup>64</sup> Cf. a explicação do capítulo relativo às sanções na PDMS 2.

<sup>65</sup> Na discussão na AR, vd. as posições favoráveis ao aumento do valor das contra-ordenações por parte do BE, em *DAR* n.º 6/XIII/4, 29/Set.-2018, 13; contrária a do PCP, em *DAR* n.º 6/XIII/4, 29/Set.-2018, 10.

### 3. Conclusão

Num país onde a 31-Dez.-2018 existiam registados 18.999 mediadores de seguros<sup>66</sup>, não pode deixar de ter relevantes consequências a instituição de um novo e mais exigente quadro jurídico de acesso e exercício de actividades de distribuição de seguros.

A assoberbante sucessão de leis neste sector<sup>67</sup>, em período de tempo relativamente curto<sup>68</sup>, com a nem sempre fácil tarefa hermenêutica com que se depara o intérprete-aplicador de lidar em simultâneo com actos normativos da UE – com todas as perplexidades que daí resultam – e nacionais, mesmo num país onde é secular a regulação da mediação<sup>69</sup>, dificilmente permite a estabilidade necessária a digeri-las<sup>70</sup> pelos seus destinatários e por quem, jurista ou não, com e no sector trabalha. Aguardemos, então, pelas consequências, que já se fazem sentir, resultantes do novo quadro jurídico estabelecido pela DDS e transposto pelo RJDSR.

Lisboa-Cascais, Fevereiro de 2019

<sup>66</sup> Segundo informação estatística da ASF divulgada em [www.asf.com.pt](http://www.asf.com.pt). Desses 18.999, 15.507 são pessoas singulares e 3.492 colectivas. Deste universo 11.820 correspondem à categoria de agentes de seguros (dos quais 8.673 pessoas singulares e 3.147 colectivas), 69 à de corretores de seguros (todas pessoas colectivas), 7.083 mediadores de seguros ligados de tipo 1 (dos quais 6.831 pessoas singulares, 252 colectivas), 13 mediadores de seguros ligados tipo 2 (dos quais 3 pessoas singulares e 10 colectivas) e 14 mediadores de resseguros (todas pessoas colectivas). Segundo Eduardo Farinha Pereira, *Caracterização da actividade de mediação de seguros, Fórum – Revista semestral do Instituto de Seguros de Portugal* 10 (22), 29, em 1998 havia registados 41.962 mediadores, em 2003 39.680 e em 2004 38.814, o que corresponde a uma taxa média anual de redução de 1,3%. A diminuição é também muito patente no período que decorreu entre 2004 e 2018. Cf. as observações dos deputados à AR Paulo Sá (PCP), Cecília Meireles (CDP-PP) e Mariana Mortágua (BE), alertando para riscos de concentração, em *DAR* n.º 6/XIII/4, 29-Set.-2018, 9-10, 11 e 13.

<sup>67</sup> Vd. A. Menezes Cordeiro, *Direito dos seguros* cit., 447-453.

<sup>68</sup> Nota-o e. g. Sacha Balsamo Tagnani, *Il fenomeno dei “siti comparativi” alla luce della recente Insurance Distribution Directive: a new consumer trend?*, *Assicurazioni* (2017) 1, 72.

<sup>69</sup> Referências em A. Menezes Cordeiro, *Direito dos seguros* cit., 450.

<sup>70</sup> Verbo que, como é consabido, longa tradição jurídica tem.



MIGUEL DA CÂMARA MACHADO

Assistente Convidado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, investigador no Centro de Investigação de Direito Privado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e Jurista no Banco de Portugal

## ***(Un)reasonable searches and seizures?*** **Algumas dúvidas, medos e ansiedades sobre a Lei n.º 17/2019 e o dever de denunciar contas acima de cinquenta mil euros\***

**Palavras-chave:** instituições de crédito, instituições financeiras, obrigações de comunicação, denúncias, deveres de reporte, privacidade, segredo, colaboração com as autoridades, cinquenta mil euros

**I. A Lei n.º 17/2019, de 14 de fevereiro: um novo regime de comunicação obrigatória de informações financeiras decorrente de alterações aos regimes, no domínio da fiscalidade, relativos à cooperação administrativa (Decreto-Lei n.º 61/2013), às comunicações obrigatórias (Decreto-Lei n.º 64/2016), ao Regime Geral das Infrações Tributárias (Lei n.º 15/2001) e ao Regime Complementar do Procedimento de Inspeção Tributária e Aduaneira (Decreto-Lei n.º 413/98)**

Foi recentemente publicada a Lei n.º 17/2019, de 14 de fevereiro, prevendo um novo regime de comunicação obrigatória de informa-

\* Todas as posições expressas nesta apresentação são estritamente pessoais e nenhuma vincula ou representa a posição ou entendimento de qualquer entidade com que o autor tem vindo a colaborar e pretendem ser, acima de tudo, uma apresentação das novidades legislativas e de algumas interrogações perante as mesmas.

ções financeiras. A mais importante alteração decorrente desta nova lei é o aditamento de um artigo 10.º-A ao Decreto-Lei n.º 64/2016, de 11 de outubro, que passa a prever um novo dever para todas as instituições financeiras reportantes ao abrigo daquelas diploma que regula a troca automática de informações obrigatória no domínio da fiscalidade e prevê regras de comunicação e de diligência pelas instituições financeiras relativamente a contas financeiras.

### **a) *Um novo dever de comunicação***

Assim, ao abrigo da nova lei, as instituições financeiras passam a ter de comunicar à Autoridade Tributária e Aduaneira as informações relativas às contas financeiras por si mantidas cujo saldo ou valor agregado, no final do ano civil, exceda cinquenta mil euros, qualificáveis como sujeitas a comunicação, cujos titulares ou beneficiários sejam residentes em território nacional.

Esta alteração implica uma extensão das obrigações que já eram impostas a instituições de crédito, a empresas de seguros e a outras empresas de investimento, sendo exigidos novos deveres de exigência e comunicação à Autoridade Tributária e Aduaneira relativamente a “diferentes tipos de contas financeiras”<sup>1</sup>: *contas que «vão para além das contas de depósito em instituições de crédito, incluindo designadamente contas de custódia de ativos financeiros, contratos de seguro monetizável e unidades de participação e ações mantidas em entidades de investimento».*

De acordo com os n.ºs 3 a 5 daquele novo artigo 10.º-A do Decreto-Lei n.º 64/2016, a comunicação deve ser feita até ao dia 31 de julho de cada ano, com as informações relativas ao ano anterior, utilizando um formulário eletrónico aprovado por portaria (que ainda não foi publicada), devendo observar as regras relativas à proteção, segurança e tratamento dos dados já previstas no Decreto-Lei

<sup>1</sup> Na expressão utilizada pela própria Autoridade Tributária e Aduaneira, no parecer que acompanhou a proposta de lei, com esta entidade colaborou ativamente. Cf. o parecer disponível *online* em <https://bit.ly/2EBLtWR>.

n.º 61/2013, devendo impedir o acesso àqueles dados por parte de terceiros, públicos ou privados.

Tendo em conta o regime transitório e previsto para a entrada em vigor da nova lei, isto implica que, até ao próximo dia 31 de julho de 2019, as instituições já tenham de reportar as informações relativas às contas por si mantidas em 31 de dezembro de 2018.

### ***b) Um alargamento do âmbito subjetivo dos “reportados”***

Se aquele regime de 2016 previa deveres relativos a titulares ou beneficiários não residentes em território nacional, o novo regime de 2019 passa a incluir deveres de reporte relativos a residentes em Portugal, essencialmente alargando (muito) o âmbito subjetivo de reportados, servindo-se dos procedimentos de identificação de contas e de diligência já estabelecidos também pelo Decreto-Lei n.º 61/2013, de 10 de maio, quanto aos requisitos gerais de comunicação à Autoridade Tributária e Aduaneira.

### ***c) O quadro de sancionatório e inspetivo***

Desta Lei n.º 17/2019, de 14 de fevereiro, decorre ainda uma alteração ao Regime Geral das Infrações Tributárias que passa a incluir, num aditado n.º 10 ao seu artigo 117.º, uma nova infração relacionada com a falta de apresentação ou com a apresentação fora do prazo legal da declaração de registo e da comunicação à administração tributária, da informação a que as instituições financeiras reportantes se encontram obrigadas a prestar, tanto por força do regime geral previsto no Decreto-Lei n.º 61/2013, de 10 de maio, como no regime de comunicação obrigatória previsto no novíssimo artigo 10.º-A do Decreto-Lei n.º 64/2016, de 11 de outubro. Assim, não sendo feito – ou não sendo feito atempadamente – este reporte à Autoridade, a instituição financeira é punível com coima de 500,00 € a 22.500,00 €.

E, de acordo com o novo artigo 119.º-B da Lei Geral Tributária, as omissões ou inexactidões nas informações comunicadas pelas instituições, nos termos dos mesmos Decreto-Lei n.º 61/2013, de 10 de maio, e Decreto-Lei n.º 64/2016, de 11 de outubro, são também



puníveis com coima, esta reduzida, entre 250,00 € e 11.250,00 €. De igual forma, o incumprimento dos procedimentos de diligência devida, de registo e conservação dos documentos destinados a comprovar o respetivo cumprimento pelas instituições financeiras reportantes, nos termos dos mesmos diplomas, são puníveis com coima também entre 250,00 € e 11.250,00 €.

Por fim, as inspeções tributárias passam a incluir a verificação do cumprimento das obrigações de comunicação de informações financeiras e de diligência devida por parte das instituições financeiras reportantes no âmbito da troca automática de informações para fins fiscais ou do regime de comunicação obrigatória atrás descritos, nos termos de uma aditada alínea j) ao artigo 29.º do Regime Complementar do Procedimento de Inspeção Tributária e Aduaneira, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 413/98, de 31 de dezembro.

#### **d) *As marcas do regime***

Destacam-se, assim, cinco marcas deste novo regime:

- (i) As instituições financeiras que já eram “reportantes” (bancos, outras instituições de crédito, seguradoras do ramo vida, instituições de custódia e entidades de investimento) ao abrigo do Decreto-Lei n.º 64/2016 passam a ter novos deveres de comunicação de informação;
- (ii) A informação a comunicar corresponde ao saldo final (agregado) relativo às contas de um cliente numa instituição com referência à data de 31 de dezembro de cada ano (não são comunicados movimentos nem informações relativas a contas em que ao longo do ano se superaram os cinquenta mil euros);
- (iii) Assim, a informação – que estava (e ainda estará?) coberta por segredo bancário a reportar consiste:
  - (a) Nos dados identificativos dos titulares das contas (não encriptados nem protegidos de alguma forma que apenas permitisse o pedido de revelação à instituição “reportante” em caso de alerta);

- (b) No valor total do saldo (de uma conta ou de todas as contas daquele cliente agregadas, desde que ultrapassem os cinquenta mil euros no total, podendo corresponder a diferentes produtos financeiros).
- (iv) Estas informações (relativas ao ano anterior) deverão ser reportadas através de um formulário eletrónico (que ainda deverá ser regulamentado) até ao dia 31 de julho de cada ano;
- (v) No caso de incumprimento dos deveres definidos nesta matéria poderá haver coimas até vinte e dois mil e quinhentos euros (no caso do dever principal) e até onze mil duzentos e cinquenta euros (no caso dos deveres acessórios).

Em síntese, o novo regime prevê um apertado regime que obriga as instituições financeiras a comunicar – ou denunciar – os seus clientes que mantenham contas iguais ou superiores a cinquenta mil euros, sob pena de serem sancionadas. É um dever de denúncia – ou colaboração com as autoridades – reforçado, cuja violação é sancionada com coimas consideráveis, tanto pela falta de reportes como da mera falha na implementação de mecanismos adequados a fazer reportes adequados ou conservar a documentação de suporte aos mesmos.

### ***e) Receios de um retrocesso?***

Pela amplitude da colaboração que é exigida às instituições financeiras e pelo potencial lesivo e invasivo na privacidade (na informação relativa às contas) dos seus clientes que este regime comporta, levantam-se inquietações e dúvidas, muitas das quais foram identificadas em pareceres apresentados ao Parlamento, pela própria Autoridade Tributária e Aduaneira, pela Comissão Nacional de Proteção de Dados, pelo Banco de Portugal ou pela Associação Portuguesa de Bancos.

Este regime de 2019 parece implicar claramente um retrocesso nas conquistas liberais em que assentam os nossos estados modernos, cabendo desde logo perguntar qual é a razão, a necessidade ou o risco que fundamenta um regime invasivo e um sacrifício da priva-

cidade agora não em nome do combate ao terrorismo, argumento em que se basearam muitas das normas mais securitárias e invasivas do novo século, mas em nome do combate à evasão e fraude fiscal.

E que dúvidas, medos e ansiedades podemos identificar? Antes de mais e para perceber que “conquistas liberais” podem estar em causa com este novo regime importa procurar alguns dos textos fundadores dos Estados modernos. Para isso, procuraremos viajar um pouco no tempo até ao final do século XVIII e à revolução que conduziu à independência americana, comemorando-se uma efeméride este ano de uma norma determinante nestas matérias e que inspirou e influencia os Direitos ocidentais um pouco por todo o mundo, na Europa e em Portugal em especial.

## **II. Algumas dúvidas, medos e ansiedades quanto às restrições à liberdade (recordando algumas conquistas históricas que festejamos nestes anos e os conturbados procedimentos legislativos que antecederam o diploma)**

A Quarta Emenda à Constituição dos Estados Unidos da América completa este ano duzentos e trinta anos de vida (foi proposta ao Congresso por James Madison e aprovada em setembro de 1789) e é um excelente exemplo de concretização das conquistas liberais em que assentam os Estados modernos: «*The right of the people to be secure in their persons, houses, papers, and effects, against unreasonable searches and seizures, shall not be violated, and no warrants shall issue, but upon probable cause, supported by oath or affirmation, and particularly describing the place to be searched, and the persons or things to be seized*» (sublinhados nossos).

Deste texto fundamental decorrem diversas normas – construídas e desenvolvidas desde logo pelas decisões do Supremo Tribunal dos Estados Unidos da América – e foram delimitadas importantes liberdades individuais, direitos à privacidade e à intimidade de arguidos, suspeitos, investigados, mas principalmente de qualquer cidadão sobre o qual não recaíam suspeitas, perante quem, por-

tanto, não é razoável fazer buscas e inspeções não “irrazoáveis” ou não fundamentadas.

E é também a “fórmula jurídica” que convida a fazer esta pergunta-teste de razoabilidade perante qualquer norma invasiva ou de investigação (criminal e não só). É isso que nos propomos a fazer quanto ao novo regime que aqui analisamos.

### **a) *Buscas e intromissões necessárias e razoáveis?***

Aquele direito fundamental contra buscas, intromissões e lesões da privacidade desnecessárias e irrazoáveis é essencial para que se reconheça verdadeiramente uma esfera de liberdade pessoal em que o rei, o governo e o Estado não entram sem que demonstrem haver uma razão ponderosa para tal.

No próximo ano festejaremos também, em Portugal, os dois séculos da Revolução Liberal que antecedeu a belíssima Constituição de 1822 que, entre outras importantes conquistas jurídicas, previa que a «propriedade é um direito (...) *inviolável (...)* de *dispor sua vontade de todos os seus bens (...)* quando por alguma razão de necessidade pública e urgente, for preciso que ele seja privado deste direito, será primeiramente indemnizado, na forma que as leis estabelecerem» (artigo 6.º), que «nenhuma lei, e muito menos a penal, será estabelecida sem absoluta necessidade» (artigo 10.º) ou que «o segredo das cartas é inviolável» (artigo 18.º) (sublinhados nossos).

A evolução moderna e mais recente dos Estados e dos poderes dos governos e da administração (tributária e não só) tem sido, em muitos sentidos, conforme a estes ideais liberais dos séculos XVIII e XIX, garantindo e concretizando muitos dos direitos fundamentais que os *Founding Fathers* dos Direitos constitucionais modernos pensaram, sonharam e exigiram aos legisladores futuros.

Depois de terem reafirmado estes princípios e desejos no final do século XX, após as terríveis e traumáticas experiências de estados totalitários e controladores, com polícias políticas que todos investigavam e reportavam, com incentivos à denúncia e ao controlo dos colegas, dos vizinhos e dos concidadãos em nome da proteção da comunidade, em nome de “novos inimigos” e “bons combates”, os

nossos parlamentos voltam a sacrificar algumas destas conquistas liberais, e a privacidade e liberdade de cada cidadão vão ficando novamente expostas a intromissões cada vez maiores em nome de um “bem maior” ou de uma “luta justa”.

**b) *A evolução dos deveres de denúncia, em especial no contexto da prevenção e combate ao branqueamento de capitais***

Em poucas áreas é tão evidente esta redução da liberdade e cedência à invasão e intromissão na vida e na propriedade de cada um, como a das exigências de comunicação, reporte e mesmo denúncia dos próprios clientes que hoje recaem sobre as instituições de crédito (e delas foram alargadas a todos os mercados – com um recente regulamento da ASAE a estender definitivamente estes deveres a qualquer empresa ou estabelecimento comercial), em especial em matéria de prevenção do branqueamento de capitais.

Seja em nome do combate ao tráfico de estupefacientes que marcou os anos oitenta e noventa, seja no contexto da luta contra o (financiamento do) terrorismo e venda de armas que se extremou nos anos dois mil, seja pelas recentes preocupações concertadas de combate à corrupção e captura de interesses políticos, mesmo a nível europeu, o âmbito de exigências de colaboração das instituições de crédito (e, mais recentemente, de todos os agentes económicos) é cada vez maior, estando a construir-se um verdadeiro (e assustador) dever geral de denúncia dos nossos clientes, colaboradores e colegas.

**c) *“Unreasonable searches and seizures”?***

Lembrar todas aquelas importantes e históricas conquistas jurídicas dos séculos passados conduz-nos necessariamente a uma primeira dúvida sobre a nova Lei n.º 17/2019, de 17 de fevereiro: não estaremos aqui perante *“unreasonable searches and seizures”*?

Será que, em nome de excelentes boas-intenções e desejos de dotar a administração fiscal da mais completa informação relativa

aos seus contribuintes, não estamos a sacrificar, desrazoavelmente, a privacidade dos clientes e a reduzir a esfera de liberdade individual de cada cidadão?

É que o novo regime implica, ainda que parcialmente, um “levantamento automático” do sigilo bancário (a informação relativa ao saldo de uma conta bancária é matéria coberta pelo dever de segredo bancário previsto no artigo 78.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, prevendo-se o seu levantamento, em casos excecionais, alguns previstos no artigo 79.º daquele mesmo diploma, designadamente quando sobre o cliente bancário recaia uma investigação com base em suspeitas ou fundados indícios de crime), cabendo perguntar se não passamos agora a ter uma presunção quase generalizada de que, pela mera propriedade de cinquenta mil euros, há algum risco que justifica esta “sinalização” ao Estado dos clientes bancários através de um reporte automático.

#### ***d) O procedimento legislativo, os receios e o veto de 2016***

Recorde-se ainda que a Lei n.º 17/2019, de 14 de fevereiro, corresponde à Proposta de Lei n.º 130/XIII/3.<sup>a</sup>, apresentada pelo Governo ao Parlamento<sup>2</sup> e que foi discutida em conjunto com o Projeto de Lei n.º 871/XIII/3.<sup>a</sup> apresentado pelo Grupo Parlamentar do Bloco de Esquerda sobre matérias semelhantes. Estas propostas retomaram o conteúdo essencial do anteprojeto original do que antecedeu o Decreto-Lei que transpunha a Diretiva 2014/107/UE relativamente ao acesso automático a informações relativas a contas financeiras cujos titulares ou beneficiários fossem residentes em território nacional, apresentado e discutido em 2016.

Nessa época, o Presidente da República devolveu ao Governo, sem promulgação, aquele projeto, «apontando, fundamentalmente,

<sup>2</sup> Pode-se consultar todos os detalhes sobre essa iniciativa legislativa *online* no site do Parlamento, em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalleIniciativa.aspx?BID=42623>.

que naquela altura se encontrava em curso uma muito sensível consolidação do nosso sistema bancário e, nessa medida, devia prevalecer a prudência na adoção de medidas que pudessem interferir com a desejada estabilidade»<sup>3</sup>. Decorrido pouco mais de um ano, e de acordo com o relato do Governo constante da proposta legislativa, esse circunstancialismo já teria sido ultrapassado (o que se confirmou pela promulgação no início de 2019 deste novo diploma).

### ***e) As críticas da Comissão Nacional de Proteção de Dados***

No entanto, as principais críticas de fundo feitas ao novo regime – que se mantém intocado no essencial desde 2016 – foram feitas pela Comissão Nacional de Proteção de Dados, no seu Parecer n.º 22/2016 e parecem manter-se: «a previsão, com este alcance, de comunicação à AT de informação sobre contas financeiras (máxime, saldos de contas) de todos os residentes em território nacional *traz uma restrição desnecessária e excessiva dos direitos fundamentais à proteção de dados pessoais e à reserva da vida privada, em violação clara do n.º 2 do artigo 18.º da CRP (...) é certo também que a informação abrangida (o saldo ou valor da conta) não está sujeita a tributação, pelo que não é, à partida, uma informação de conhecimento indispensável para a AT, nem o seu conhecimento se revela per se uma medida apta a prevenir ou combater o incumprimento de obrigações fiscais»*<sup>4</sup> (sublinhados nossos).

Atente-se e sublinhe-se a discordância daquela entidade com o novo regime e a defesa de que o mesmo é inconstitucional: «esta medida implica uma restrição de tal forma generalizada do direito à proteção de dados pessoais e do direito à reserva da vida privada de todos os titulares e beneficiários de contas que a mera previsão da possibilidade da sua imposição sempre obrigaria o legislador a

<sup>3</sup> Cf. a p. 3 da Exposição de Motivos que antecede a Proposta de Lei n.º 130/XIII/3.ª.

<sup>4</sup> Cf. o Parecer n.º 22/2016 da CNPD, disponível *online* em [https://www.cnpd.pt/bin/decisoes/Par/40\\_22\\_2016.pdf](https://www.cnpd.pt/bin/decisoes/Par/40_22_2016.pdf).

*demonstrar que não existem medidas menos lesivas, quanto à intensidade ou ao âmbito, da esfera jurídica dos cidadãos para alcançar a mesma finalidade. Nesse sentido, o sujeitar-se todo e qualquer indivíduo beneficiário ou titular de uma conta residente no território português a tal restrição dos seus direitos fundamentais, sem que sejam definidos critérios mínimos (e proporcionais) que indiquem comportamentos fiscais ilícitos, ou ao menos que identifiquem situações de risco de tais comportamentos, constitui uma restrição desnecessária daqueles direitos, em violação clara do n.º 2 do artigo 18.º da CRP» e pode implicar verdadeiramente que duvidar sobre se ainda é possível «afirmar que existe sigilo bancário no ordenamento território nacional» afirmando que «se esta previsão abala seriamente o sigilo bancário perante o Estado português, a restrição do conhecimento dos saldos bancários por outros organismos é imperiosa. A possibilidade de por esta via – i.e. um dever de comunicação da informação à AT – se tornar acessível esta informação pessoal a todos aqueles que retirem utilidade do conhecimento da mesma (v.g. para efeito de execução de dívidas) constituiria uma devasse definitiva da vida de cada um, claramente excessiva, quando se considera que o próprio fundamento do conhecimento de tais dados por parte da AT já é, para dizer o menos, frouxo. E, com sucessivos acessos, poderia reconduzir-se à negação do sigilo bancário perante todas as entidades públicas e particulares»<sup>5</sup> (sublinhados nossos).*

Na realidade, a única preocupação da Comissão Nacional de Proteção de Dados que teve mínimo acolhimento na lei agora publicada em 2019 foi esta última, através do já referido n.º 5 do novo artigo 10.º-A que atribui também às instituições financeiras reportantes o dever de “impedir o acesso aos dados por parte de terceiros, públicos ou privados, sob qualquer forma”, o que se poderá revelar uma missão impossível, especialmente quando esses dados já tiverem sido comunicados à Autoridade Tributária e Aduaneira.

<sup>5</sup> V. *idem*, *ibidem*.



## **f) As cautelas do Banco de Portugal e da Associação Portuguesa de Bancos**

Tanto o Banco de Portugal<sup>6</sup>, como a Associação Portuguesa de Bancos<sup>7</sup>, perante as propostas que antecederam a nova lei, sublinharam que a administração tributária já tem «o poder *de aceder a todas as informações ou documentos bancários, bem como a informações ou documentos de outras entidades financeiras, sem dependência do consentimento do contribuinte, nas seguintes situações:*

- i) Indícios da prática de crime em matéria tributária;*
- ii) Indícios da falta de veracidade do declarado ou de que esteja em falta declaração legalmente exigível;*
- iii) Indícios da existência de acréscimos de património não justificados;*
- iv) Verificação de conformidade de documentos de suporte de registos contabilísticos dos sujeitos passivos de IRS e IRC, que se encontrem sujeitos a contabilidade organizada, ou dos sujeitos passivos de IVA, que tenham optado pelo regime de IVA de caixa;*
- v) Necessidade de controlar os pressupostos de regimes fiscais privilegiados de que o contribuinte usufrua;*
- vi) Verificação da impossibilidade de comprovação e quantificação direta e exata da matéria tributável, e, em geral, quando estejam verificados os pressupostos para o recurso a uma avaliação indireta;*
- vii) Existência comprovada de dívidas à administração fiscal ou à segurança social;*

<sup>6</sup> No parecer apresentado ao Parlamento no âmbito da discussão da Proposta de Lei n.º 130/XIII, do Projeto de Lei n.º 871/XIII/3.<sup>a</sup> e do Projeto de Lei n.º 875/XIII/3.<sup>a</sup>), disponível *online* em <https://bit.ly/2EdIToz>.

<sup>7</sup> Cf. os “Comentários da APB à Proposta de Lei n.º 130/XIII e ao Projeto de Lei n.º 871/XIII/3.<sup>a</sup>”, do Grupo Parlamentar do Bloco de Esquerda, que estabelecem o regime de reporte à Autoridade Tributária de contas financeiras de residentes nacionais”, igualmente disponíveis *online* em <https://bit.ly/2EdJUwT>.

- viii) *Informações solicitadas nos termos de acordos ou convenções internacionais em matéria fiscal a que o Estado português esteja vinculado;*
- ix) *Comunicação de operações suspeitas, remetidas à AT pelo Departamento Central de Investigação e Ação Penal da Procuradoria-Geral da República e pela Unidade de Informação Financeira, no âmbito da legislação relativa à prevenção e repressão do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo»<sup>8</sup>.*

No parecer do Banco de Portugal sublinha-se ainda que a Autoridade Tributária e Aduaneira já tinha também «o poder de aceder diretamente aos documentos bancários e aos documentos emitidos por outras entidades financeiras nas situações de recusa da sua exibição ou de autorização para a sua consulta, quando se trate de familiares ou terceiros que se encontrem numa relação especial com o contribuinte».

De facto, são muitas as situações e as razões que justificam que as instituições de crédito já tenham o dever de denunciar, comunicar ou colaborar com as autoridades reportando informações relativas aos seus clientes, sendo logo identificada a dúvida naquela consulta do banco central português - «considerando que a AT já dispõe de um conjunto muito vasto de informação fornecido pelas instituições financeiras e que permitem conhecer com detalhe o património financeiro detido pelos contribuintes residentes em território nacional, poder-se-á, eventualmente, questionar se será justificável e proporcional criar um regime de acesso automático a informações financeiras relativas a residentes»<sup>9</sup>.

De forma semelhante, a Associação Portuguesa de Bancos (“APB”), depois de afirmar que, por princípio, não está contra a prestação da informação em causa, aponta dúvidas: «O que os bancos se interrogam é sobre o carácter aparentemente excessivo deste novo reporte, cuja utilidade não se alcança, tendo em conta a não

<sup>8</sup> Cf. o já citado parecer do Banco de Portugal.

<sup>9</sup> V. *idem*, *ibidem*.

tributação do património financeiro dos residentes nacionais e a amplitude da informação de que a Autoridade Tributária já dispõe *relativamente aos rendimentos gerados por esse património, que é reportada pelas instituições financeiras*<sup>10</sup>.

Assim, a APB ainda aprofunda e ilustra a lista de informação já reportada relativamente aos clientes dos nossos bancos, no caso do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares<sup>11</sup>:

- i) no que respeita a depósitos bancários/contas correntes, o montante líquido de quaisquer rendimentos de capitais apurados/colocados à disposição do titular (declaração modelo 39);
- ii) relativamente aos valores mobiliários sujeitos a registo ou depósito, são já comunicados, pela instituição depositária/registadora (declaração modelo 33):
  - a) o número de valores mobiliários registados em cada operação efetuada relativamente a cada um dos titulares; e
  - b) o número de valores mobiliários detidos por cada titular em 31 de dezembro;
- iii) no que se refere a valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados (incluindo produtos financeiros complexos), são já comunicados à Autoridade Tributária, pelo respetivo intermediário financeiro e relativamente a cada um dos titulares (declaração modelo 13):
  - a) O número de títulos ou contratos registados em cada operação;
  - b) O valor de cada operação referente a valores mobiliários e os resultados apurados relativamente aos instrumentos financeiros derivados.
- iv) os intermediários financeiros comunicam ainda quaisquer rendimentos de capitais apurados/colocados à disposição dos

<sup>10</sup> Cf. os já citados comentários da Associação Portuguesa de Bancos.

<sup>11</sup> Texto correspondente no essencial ao elenco exemplificativo das pp. 2 e 3 dos Comentários da APB.

seus clientes, nomeadamente os relativos a valores mobiliários ou quaisquer outros previstos no artigo 5.º do Código do IRS (declaração modelo 39) – mesmo quando, por isenção, dispensa ou redução de taxa, os rendimentos acima referidos não sejam, total ou parcialmente, objeto de retenção na fonte, eles devem, ainda assim, ser reportados através da declaração modelo 31<sup>12</sup>.

Pelo que a APB acaba por afirmar a sua discordância de fundo, em termos que a aproximam da CNPD, aderindo depois ao conteúdo daquele parecer de 2016: «*Tendo em conta esta vastidão de informação, já cedida pelas instituições financeiras e que permite à Autoridade Tributária apurar o património financeiro detido pelos contribuintes residentes em território nacional, o regime constante da Proposta de Lei é, em nosso entender e nos termos em que está delineado, excessivo, não cumprindo com o disposto no artigo 18.º da Constituição da República Portuguesa (...) Tendo em conta os vários deveres de reporte de património financeiro identificados supra, parece-nos, desde logo, que o dever de reporte que se pretende agora consagrar não será necessário e, conseqüentemente, não está em conformidade com o princípio constitucional da proporcionalidade*»<sup>13</sup>. A associação de bancos chama ainda a atenção para «*a necessidade de manutenção de um level playing field entre as instituições financeiras a operar em Portugal e as que operam no estrangeiro*»<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> E a APB aponta ainda um «universo de tipos de operações, produtos e rendimentos já abrangidos pelo referido reporte é, pois, muito vasto, *incluindo*:

- (i) obrigações ou outros títulos de dívida, ações, títulos de participação, unidades de participação, *warrants* autónomos, etc;
- (ii) operações de subscrição, aquisição, alienação/resgate, aumento de capital por incorporação de reservas, reembolso, fusão/cisão, liquidação;
- (iii) Rendimentos de capital muito abrangentes, compreendendo juros, dividendos, prémios de amortização/reembolso, ganhos decorrentes de operações de swaps de taxa de juro, ou quaisquer outros previstos no artigo 5.º do Código do IRS.

<sup>13</sup> Cf. p. 3 e 5 dos Comentários.

<sup>14</sup> V. *idem, ibidem*.

### **g) *E também estará em causa Direito da União Europeia?***

Para além das possíveis dúvidas quanto à constitucionalidade da nova Lei, que sempre reclamariam uma maior e melhor fundamentação da *razão* que está na base destes deveres de reporte, que não se consegue encontrar no diploma publicado (a mera propriedade de cinquenta mil euros faz de alguém *perigoso* ou significa uma situação de *risco* que justifiquem estas intromissões e distorções da relação de confiança que as entidades financeiras reportantes, como os bancos, devem ter com os seus clientes?), parecem manter-se também dúvidas quanto à conformidade do novo regime com o Direito da União Europeia.

Assim, já no parecer da Comissão Nacional de Proteção de Dados de 2016 era o recordado o Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, de 8 de abril de 2014, no processo C-293/12 e C-594/12, que considerava *«desnecessário e excessivo um tratamento de dados pessoais, bem como a consequente restrição aos direitos fundamentais à vida privada e à proteção de dados pessoais (cf. §§26-27, 31, 33-34) que abranja de maneira geral todas as pessoas, aplicando-se mesmo a pessoas em relação às quais não existe nenhum indício suscetível de fazer crer que o seu comportamento possa ter uma qualquer relação, mesmo indireta ou longínqua, com infrações graves (§§ 57 e 58)»*.

A dúvida principal que esta nova Lei n.º 17/2019 convoca é esta: qual é o perigo, o risco, o indício que fundamenta as exigências que traz para os mercados financeiros?

### **h) *A promulgação, discordâncias e outras ansiedades***

Apesar destas dúvidas e cautelas, a lei foi promulgada em 5 de fevereiro de 2019 pelo Presidente da República acompanhada de uma simples nota: «Tendo deixado de existir a razão conjuntural, invocada para o veto em 2016, e apesar de entender que o novo regime só se deveria aplicar para o futuro, atendendo aos objetivos primordiais de combate à fraude fiscal, o Presidente da República promulgou o Decreto da Assembleia da República relativo ao regime

de comunicação obrigatória de informações financeiras»<sup>15</sup>. Focando-se apenas na questão da possível retroatividade da medida restritiva de direitos fundamentais, o Presidente promulgou a lei sem se pronunciar sobre os crescentes direitos à informação do Estado (contra os direitos à privacidade dos cidadãos).

Esta aprovação, promulgação e publicação aconteceu sem que, ao contrário de 2016, se fizessem ouvir muitas vozes discordantes em relação ao seu conteúdo. Mas não foi assim em todo lado, sendo possível ler uma irredutível crónica a procurar resistir agora e sempre ao (Estado) invasor: «Sob a capa dos nobres princípios do combate à evasão fiscal ou à criminalidade económica, o Governo acaba de anunciar um ataque à privacidade dos cidadãos e, por arrastamento, às liberdades individuais. A partir de agora, quem tiver contas acima dos 50 mil euros num banco vai ter a sua situação exposta aos olhos cada vez mais *plenipotenciários do Estado*. Nesta generalização abusiva que coloca sob o escrutínio de funcionários públicos tanto os suspeitos de fuga ao fisco ou de negócios ilícitos como os cidadãos escrupulosos e respeitadores da lei, desfazem-se as fronteiras entre o bem e o mal, entre quem cumpre e quem não cumpre. Todos os que acumularam um pecúlio acima desse valor tornaram-se potenciais suspeitos»<sup>16</sup>.

Apesar de sonora, esta discordância foi relativamente isolada, havendo escasso debate público em torno desta medida e sentindo-se pouca consciência do crescente alargamento destes deveres de denúncia que cada vez mais recaem sobre os bancos que deveriam ser guardiães das informações e segredos bancários e agora, mais do que procurar a confiança dos clientes, os devem investigar e reportar, pelo menos com periodicidade anual.

Somam-se, ainda, os receios quanto a abusos ou desvios no acesso e partilha de informação de dados bancários, seja através de desvios da informação reportada ao longo do processo, seja pelos naturais

<sup>15</sup> Cf. a nota na página oficial da Presidência da Republica Portuguesa, disponível *online* em <http://www.presidencia.pt/?idc=10&idi=159911>.

<sup>16</sup> Cf. o editorial de Manuel Carvalho no jornal Público de 10 de janeiro, disponível *online* em <https://www.publico.pt/2019/01/10/economia/editorial/50-mil-euros-banco-suspeito-1857245#gs.KxEmjdYX>.

riscos decorrentes da maior exposição destes dados a um novo universo de funcionários e técnicos do Estado que também são movidos por interesses conflitantes que podem aumentar os perigos de buscas, acessos e intromissões indevidas na vida dos seus concidadãos (por mera curiosidade, inveja, desejos de saber ou conhecer o património de “figuras públicas” para os noticiar ou investigar, ou mesmo desejos de obter ganhos privados com essas informações através de chantagem ou outras ameaças possíveis com a informação reportada).

Para além das dúvidas quanto ao fundamento ou razoabilidade das novas exigências, restam dúvidas sobre se – como as obrigações dos anos 80 de reportar transferências acima de X dólares para prevenir ou identificar situações de branqueamento de capitais – não acabam por ter o efeito contrário e levarem os agentes económicos, mesmo os mais insuspeitos, a fracionar as suas contas entre instituições para não atingirem os cinquenta mil euros para evitar incómodos. A nova lei tem todo o potencial de ser *senalizadora* principalmente para os infratores das quantias que fazem funcionar os alertas do sistema, podendo acabar por contrariar os seus intentos perversamente, incentivando *economias paralelas*, uma *fuga aos bancos ou ao sistema bancário* ou meramente contrariando os estímulos à poupança dos cidadãos preocupados com os seus futuros e velhices.

### III. Notas finais

Ao longo destas linhas procurámos identificar as principais marcas do novo regime, apontar um receio de fundo – de que se esteja a retroceder em relação a conquistas liberais dos séculos XVIII e XIX, reconquistadas com esforço no final do século XX – e elencar algumas das dúvidas, medos e ansiedades apresentados no âmbito do, apesar de longo (desde 2016) debate que antecedeu este regime, mas que continua a parecer insuficiente.

Consideramos que este debate deve ser retomado agora perante uma nova lei que, faltando a demonstração da “*razoabilidade*” do que exige, deverá ser combatida, sob pena de admitirmos o cresci-

mento de um “Estado *Big Brother*” que olha para dentro das nossas casas e contas e bens a todo o tempo sem que sequer tenhamos consciência ou debatamos as formas como lá podemos chegar.

A dúvida que encabeça o texto, pensada pelos *Founding Fathers* americanos mantém-se: implicará a Lei n.º 17/2019, de 14 de fevereiro, *unreasonable searches and seizures*?

A resposta batida de que “quem não deve, não teme” parece-nos claramente insatisfatória, não parecendo alicerce suficiente para este alargamento do acesso do Estado às informações sobre as contas e o património dos cidadãos, conforme vimos ser defendido desde logo pela Comissão Nacional de Proteção de Dados. E, não afirmando o Estado ou o legislador que a mera propriedade de cinquenta mil euros é um risco, um perigo ou um indício de ilicitude, caberá ao intérprete e aplicador do Direito perceber como aplicar este novo regime ou como combater a sua efetividade.





# Súmula Jurisprudencial

## (jan. e fev. 2019)

### 1. Direito Bancário

#### STJ 7-fev.-2019 (Tomé Gomes)

I. A deliberação definitiva do Banco Central Europeu, tomada ao abrigo dos artigos 4.º, n.º 1, alínea a), e 14.º, n.º 5, do Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15/10/2013, no sentido de revogar a autorização para o exercício da atividade do Banco BB, S.A., como instituição de crédito, equivale a sentença transitada em julgado de declaração de insolvência da instituição visada, nos termos e para os efeitos do disposto nos artigos 5.º e 8.º do Dec.-Lei n.º 199/2006, de 25-10, competindo em exclusivo ao Banco de Portugal requerer, no tribunal competente, a liquidação dessa instituição, no prazo máximo de 10 dias úteis após a revogação daquela autorização.

II. Instaurada tal liquidação, com no caso foi, pelo Banco de Portugal junto da 1.ª Secção de Comércio da Instância Central de Lisboa – J1, incumbe ao juiz desse processo verificar liminarmente o preenchimento dos requisitos exigidos pelo citado artigo 8.º, sendo que quaisquer questões sobre a legalidade da decisão de revogação da autorização apenas serão suscetíveis de ser invocadas em processo de impugnação contenciosa perante os tribunais administrativos, nos termos dos artigos 9.º e 15.º do Dec.-Lei n.º 199/2006.

III. Proferido despacho de prosseguimento da liquidação judicial, no mesmo serão tomadas as decisões previstas nas alíneas b), c) e f) a n) do n.º 1 do art. 36.º do CIRE, em que se inclui a designação do prazo até 30 dias para a reclamação de créditos (alínea j), sendo aplicáveis, com as necessá-

rias adaptações, as demais disposições deste Código, como se preceitua no artigo 9.º, n.º 2 e 3, do Dec.-Lei n.º 199/2006.

IV. Significa isto que os credores da instituição insolvente apenas poderão exercer os seus direitos sobre esta em conformidade com os preceitos do CIRE, durante a pendência do processo de liquidação, como se dispõe no artigo 90.º deste Código.

V. Assim, nos termos do artigo 128.º, n.º 1 e 3, do CIRE, devem os credores do insolvente reclamar a verificação dos seus créditos, “qualquer que seja a sua natureza e fundamento”, no prazo para tal fixado, indicando, nomeadamente, “a sua proveniência, data de vencimento, montante de capital e juros”. A impugnação desses créditos, se for caso disso, será então apreciada e julgada no procedimento declarativo de verificação de créditos, que reveste natureza contraditória, regulado nos artigos 128.º a 140.º do referido Código.

VI. Considerando que os créditos peticionados pelo autor na presente ação são de natureza patrimonial, mais precisamente pecuniária, cuja satisfação coerciva implica a execução do património do devedor, nos termos dos artigos 601.º e 817.º do CC, tal execução coerciva contra o insolvente só pode ser efetivada através do processo de liquidação universal instaurado pelo Banco de Portugal, no âmbito do qual esses créditos devem ser reclamados pelo credor e aí apreciados, qualquer que seja a sua natureza e fundamento, nos termos do artigo 128.º, n.º 1 e 3, do CIRE, aplicável por força do disposto no artigo 9.º, n.º 3, do Dec.-Lei n.º 199/2006, de 25-10.

VII. Ante o petitório formulado nesta ação contra o 1.º réu, BB, e respetivo contexto alegatório, na esteira do entendimento fixado no AUJ do STJ n.º 1/2014, deve entender-se que a definitividade da declaração de insolvência do BB resultante da deliberação do Banco Central Europeu referida em 1, com a subsequente instauração da liquidação judicial do insolvente instaurada pelo Banco de Portugal, tornou inútil a presente lide, implicando a extinção da instância quanto àquele réu, nos termos da alínea e) do art. 277.º do CPC.

VIII. Uma tal consequência não é de molde a diminuir a garantia de tutela jurisdicional efetiva, no Estado de direito, para o autor, nos termos consagrados nos artigos 2.º e 20.º da Constituição, uma vez que este tem ao seu dispor um meio processual idóneo, adequado às circunstâncias do caso, para obter o reconhecimento e, quanto possível, a satisfação dos seus créditos através do referido processo de liquidação universal contra o insolvente.

### STJ 5-fev.-2019 (Alexandre Reis)

I – Atendendo ao modo como os autores estruturam a sua pretensão ressarcitória neste processo, agora (apenas) contra a ré. DD, a provar-se toda a matéria por eles alegada e controvertida, atinente à invalidade do negócio subjacente à transferência das quantias depositadas na sucursal de Espanha da CC SA, sucessivamente, para contas do GG de Miami e o EE Panamá, para neste ser constituído o depósito aqui questionado, com a concomitante desconsideração da singularidade das personalidades colectivas da CC e do FF Panamá, poderia suscitar-se a questão de saber se, no que concerne aos riscos a suportar na sequência duma medida de resolução bancária, os mesmos deveriam ser colocados a par dos investidores cujo risco é titulado por contrato que não padece de qualquer vício.

II – Na verdade, o eventual reconhecimento dessa tese complexa poderia importar a subsistência da quantia depositada na conta titulada pelos autores na instituição de crédito sobre que incidiu a medida de resolução e, por via disso, a sua transmissão para o banco de transição, como se não tivesse havido qualquer negócio e em igualdade de condições com os demais titulares de depósitos bancários.

III – Contudo, resulta claro, pelo menos, no termo (29-12-2015) do percurso deliberativo do BdP referido nos autos e atinente à medida de resolução bancária importa ao CC, que o supervisor acabou por decidir não fazer recair sobre a instituição de transição a responsabilidade pela quantia depositada pelos autores.

IV – E, cabendo apenas aos tribunais administrativos a apreciação da legalidade e validade das questionadas deliberações do BdP, estas são vinculativas para os seus destinatários e são válidas e eficazes para a jurisdição comum, se não forem afastadas por via de decisão judicial para a qual é competente um diferente foro.

### STJ 29-jan.-2019 (Fonseca Ramos)

I. A retirada de autorização para o exercício da actividade bancária decretada pelo Banco Central Europeu (BCE) implica para a autoridade bancária nacional de supervisão – o Banco de Portugal – o dever de requerer a insolvência da entidade *sancionada*, o que foi feito, pelo que a actividade do BB, passou para um banco de transição – o CC – deixando o BB, em função da insolvência de poder exercer a sua actividade.

II. A *revogação da autorização* para o exercício da actividade bancária de que foi alvo o BB, equivale à declaração de insolvência do Banco, razão pela qual, por força do disposto no art. 90.º do CIRE, apenas no processo de insolvência e de acordo com os meios processuais previstos na lei insolvencial, podem os credores da insolvência exercer os seus direitos na pendência deste processo, devendo aí reclamar os seus créditos – art. 128.º, n.º 1, do CIRE: ao processo insolvencial têm de acorrer todos os credores do insolvente, mesmo os que disponham de sentença definitiva que reconheça os seus créditos, razão por que não se vislumbra que, estando em causa o incumprimento de um contrato de intermediação financeira em relação ao qual os Autores formulam *pedido pecuniário* a título de indemnização, a acção devesse prosseguir contra o BB em fase de liquidação.

III. Constando das deliberações do Banco de Portugal, tomadas em sede de resolução, quais os activos e passivos que não foram transferidos para o CC, é notório e público que não se justificaria o prosseguimento do processo contra o BB, face à hipótese de vir a ser declarado o carácter limitado do processo de liquidação judicial do BES, importando ter em conta o carácter excepcional das normas dimanadas do Banco de Portugal, como autoridade nacional de resolução.

IV. Não é despicienda a consideração de que as normas comunitárias, em que se baseia a supervisão financeira, que compete ao Banco Central Europeu (BCE) e às autoridades nacionais competentes (no caso ao Banco de Portugal), estão sujeitas aos princípios fundamentais do Estado de direito democrático, pelo que são integradas na ordem jurídica interna, prevalecendo sobre elas, pelo que a qualificação da insolvência nunca derogaria a resolução decretada pelo BCE.

### **RLx 28-fev.-2019 (Anabela Calafate)**

Do regime de financiamento e dos contribuintes do Fundo de Pensões do Novo Banco estabelecido no seu contrato constitutivo, não resulta evidente que as quantias que a apelante passou a receber por morte do seu cônjuge ao abrigo do plano de pensões dos ex-membros da Comissão Executiva do BES são «a cargo da sociedade» Novo Banco SA ou Banco Espírito Santo SA, pois o património do Fundo não é financiado exclusivamente por contribuições destas sociedades.

**RLx 19-fev.-2019 (Cristina Coelho)**

1.– Não cabe aos tribunais comuns pronunciarem-se sobre a legalidade das deliberações do BdeP, uma vez que este agiu no âmbito de poderes administrativos que a lei lhe confere, enquanto entidade reguladora, estando as referidas deliberações sujeitas aos meios processuais previstos na legislação do contencioso administrativo.

2.– A eventual afectação patrimonial dos valores em que se consubstancia o direito invocado pelo A. prende-se directa e necessariamente, com os especiais motivos subjacentes à necessidade de resolução bancária do BES, S.A., concretamente com a fundamentação, finalidades e alcance da deliberação da adopção pela entidade reguladora e fiscalizadora competente, o BdeP, de um conjunto de medidas que tiveram por objectivo acudir a uma grave situação de crise bancária, procurando assegurar a continuidade da actividade da instituição sob resolução e obviar aos enormes riscos sistémicos que poderiam advir para a economia nacional, para a credibilidade da banca em geral e para a confiança dos agentes económicos em geral.

3.– Neste contexto, a actuação do BdeP não podia passar, na primordial salvaguarda do interesse público, por operar uma mera e inconsequente transmissão das relações jurídicas financeiras tituladas pela instituição financeira para outra entidade que as recebesse integralmente, passando precisamente a arcar com as dificuldades pré-existentes, sujeitando-se dessa forma à perda a confiança dos mercados e potenciar ilimitadamente o contágio.

4.– Também o princípio do primado do direito comunitário na ordem jurídica nacional (art. 8.º, n.º 4 da CRP) justifica e consolida juridicamente as soluções adoptadas pelo BdeP na intervenção de resolução bancária a que teve de proceder, numa situação de absoluta emergência e excepionalidade.

5.– Não podendo o direito de propriedade ser considerado como um direito absoluto, não deve considerar-se que a transferência das situações patrimoniais do BES para o Novo Banco de transição, através dos critérios de selecção concretamente seguidos, que respeitaram os princípios gerais da adequação, necessidade e proporcionalidade, haja redundado em qualquer tipo de inconstitucionalidade, mormente pela violação dos comandos ínsitos nos artigos 62.º e 101.º da CRP.

6.– O disposto nos arts. 118.º, n.º 1, al. a) e 122.º, n.º 2 do CSC não é aplicável na medida em que a especial natureza do banco de transição a afasta, sendo certo que a cisão societária do direito comercial e a medida

de resolução não são figuras sobreponíveis, estando em causa realidades distintas.

### **RLx 14-fev.-2019 (Cristina Santana)**

1. Face à especificidade de determinado tipo de crimes, designadamente o crime de branqueamento de capitais, perante a constatação da ineficácia das medidas preventivas e repressivas autorizadas pelo C.P.P., foram criados novos instrumentos preventivos e repressivos.

2. A decisão de suspensão de movimentação de saldo de conta bancária, ao abrigo dos artigos 49.º, n.º1 e 2, e 48.º, n.º3, al.a) e b), ambos da Lei n.º 83/17, de 18 de Agosto, constitui um meio de recolha de prova.

3. Para que seja tomada a *supra* referida medida basta que haja suspeita da prática de crime de branqueamento de capitais.

### **RLx 13-fev.-2019 (Albertina Pereira)**

I – Embora o autor, como funcionário bancário, não tenha agido com a prudência, zelo e diligência exigíveis segundo a lei e o código de conduta vigente no banco réu, não tendo os responsáveis deste (administradores e responsável pela compliance) sido cuidadosos, expeditos e diligentes, no sentido de travar operação bancária proscribida pela competente autoridade judiciária, não se tendo apurado qualquer tipo de prejuízo, sanção ou intervenção das competentes autoridades relativamente ao réu, nem passado disciplinar ao autor, de acordo com os princípios que regem a aplicação das sanções disciplinares, ao caso caberia sanção conservatória do vínculo, não ocorrendo justa causa de despedimento.

II – No juízo de prognose a fazer no âmbito do incidente de oposição à reintegração do trabalhador, não basta que se prove o regresso daquele é indesejável ou perturbador para o empregador, pois são estas, à partida, as consequências decorrentes da reintegração do trabalhador na empresa na sequência de despedimento declarado ilícito.

Como refere Júlio Gomes, citado *infra*, “exige-se, algo muito mais grave que uma mera inconveniência: um prejuízo, uma perturbação tão grave para a atividade empresarial, que justifiquem que um facto ilícito não seja objeto de reparação *in natura*”.

III – Embora a lei não esclareça se os factos que o empregador poderá invocar em sede de oposição à reintegração são os posteriores ao despedi-

mento ou são (também) os anteriores, afigura-se que os factos justificativos do afastamento da reintegração poderão radicar nos que levaram o tribunal a declarar a ilicitude do despedimento desde que deles emergjam consequências que permitam formular o juízo pressuposto no aludido normativo legal, ou quando surjam circunstâncias exteriores ao juízo sancionatório do empregador nesse mesmo sentido.

### **RLx 7-fev.-2019 (Vaz Gomes)**

I – Um elemento essencial do direito de propriedade (art. 62/1 e 2 da CRP) consiste em não ser privado da propriedade, mas esse direito constitucional não é absoluto, o direito que tem consagração constitucional é o de não ser arbitrariamente privado da propriedade e de ser indemnizado em caso de expropriação. Estas figuras de requisição e expropriação por utilidade pública não esgotam o universo de privação forçada da propriedade sendo possível a privação da propriedade a favor de terceiro.

II – Ainda que se possa criticar o modo de actuação do Banco de Portugal no *modus operandi*, no que ao teor das deliberações que fundamentadamente tomou na sequência da resolução do B..., S.A. e que determinou depois a sua liquidação, ou seja por não ter explicitado *ab initio* e, de forma clara, todas as exclusões de responsabilidade do N..., S.A., não é possível concluir pela violação das disposições constitucionais dos arts. 62, 18 e do art.º17 Carta dos Direitos Fundamentais como apontam os credores em virtude de o património do B..., S.A. em liquidação onde os autores já reclamaram os seus créditos poder ser insuficiente para satisfazer os interesses dos Autores, e por em razão dessa eventual insuficiência o próprio Fundo de Resolução criada ao abrigo do RGIF não ter património líquido que possa servir de garantia dos Autores credores, pois uma tal inconstitucionalidade só ocorreria se, de antemão, se pudesse dizer que o B..., S.A. em liquidação, em virtude da resolução e deliberações do Banco de Portugal ficou completamente exaurido dos seus activos.

### **RPt 15-jan.-2019 (José Igreja Matos)**

I – O Banco de Portugal dispõe do poder de transferência de direitos e obrigações de uma instituição de crédito, produzindo a decisão de transferência efeitos independentemente de qualquer disposição legal ou contratual em contrário (arts. 139.º, 140.º, e 145.º-O do RGICSF).



II – A substituição processual ocorrida por efeito directo de uma deliberação do Conselho de Administração do Banco de Portugal que opere a dita transferência não carece de ser promovida através de incidente de habilitação de cessionário ou outro nos termos do artigo 269.º, n.º2, do CPC.

III – A medida de resolução desencadeada pelo Banco de Portugal de uma dada instituição bancária deve abranger, por via de regra, os activos e os débitos intervencionados, devendo obstar a que se opere uma cisão entre eles particularmente se os mesmos resultarem de um mesmo vínculo contratual.

### **RCh 15-jan.-2019 (Moreira do Carmo)**

1. Se a impugnação da decisão da matéria de facto visa meros juízos conclusivos de facto, os mesmos não podem ser objecto de consideração já que a lei manda seleccionar na elaboração da sentença apenas factos substantivos, materiais, específicos ou concretos (art. 607.º, n.º 3 e 4.º, 1.ª parte do NCPC).

2. Se os factos que se pretendem sejam dados por provados tiverem, a natureza de principais essenciais e não foram alegados pela parte respectiva não podem ser considerados em impugnação da decisão da matéria de facto, sob pena de violação do disposto no art. 5.º, n.º 1, do NCPC; se tiverem a natureza de factos principais concretizadores ou complementares e resultarem da instrução da causa e que as partes conheceram, só podem ser considerados, nos termos do art. 5.º, n.º 2, b), do NCPC, se o julgador avisar as partes que está disponível para os considerar factualmente ou as partes requereram que tal aconteça e assim possa haver lugar ao exercício do respectivo contraditório;

3. O chamado “homebanking” concretiza-se na possibilidade conferida pela entidade bancária aos seus clientes, mediante a aceitação de determinados condicionalismos, com fornecimento de chaves de acesso para o efeito, de utilizar um conjunto de operações bancárias, online, relativamente às contas de que sejam titulares.

4. Não se provando que o cliente agiu fraudulentamente, ou que não cumpriu intencionalmente ou com negligência grave a sua obrigação de utilizar o instrumento de pagamento de acordo com as condições que regem a sua emissão e utilização, designadamente as respeitantes às chaves de acesso ao serviço de “homebanking”, recai sobre o banco a responsabilidade pela movimentação fraudulenta da sua conta bancária, através da internet (arts. 67.º, n.º 1, a), 68.º, n.º 1, a), 70.º, n.º 1 e 2, e 72.º, n.º 1 a 3, do

Regimento Jurídico dos Serviços de Pagamento e Moeda Electrónica, vulgo RJSPME, consagrado, na altura, no DL 317/2009, de 30.10).

5. Ainda que se tratasse de uma situação de fraude informática, através do denominado “pharming”, não agiria com culpa o cliente que por via dessa fraude levada a efeito por terceiros, na convicção que estava na página online do banco, introduziu numa página falsa, clonada da página do Banco, as suas certificações, pessoais e intransmissíveis, que abusivamente vieram a ser utilizadas no acesso, por terceiros, à conta de que era titular.

### **RCb 15-jan.-2019 (Vitor Amaral)**

1. Ao abrigo do disposto no art. 5.º, n.º 2, do NCPCiv., na sentença podem ter assento factos não alegados que, embora ainda essenciais, não são os nucleares, mas antes complemento ou concretização dos alegados, desde que resultem da instrução da causa e sobre eles tenha havido a possibilidade de as partes se pronunciarem, mesmo que nenhuma delas manifeste vontade de os aproveitar.

2. Só está, pois, afastada a intervenção oficiosa do tribunal, neste âmbito, quanto aos factos essenciais nucleares/principais – os que constituem a causa de pedir ou que fundam as exceções deduzidas –, continuando aí a manter-se integralmente o princípio do dispositivo.

3. Já quanto aos demais – factos instrumentais (os substantivamente indiferentes), factos essenciais complementares (os que têm papel completador dos nucleares) ou concretizadores (com função de pormenorizar ou decompor os nucleares) dos alegados –, podendo, mesmo sem alegação, ser atendidos na sentença, ocorre restrição ao princípio do dispositivo, no escopo da obtenção de soluções de justiça material.

4. Se foi essencial para formação da convicção do Tribunal quanto à decisão da matéria de facto um elemento de prova gravada que se mostra inaudível/imperceptível – tendo o impugnante perdido o recurso em que invocava a invalidade decorrente dessa inaudibilidade/deficiência da gravação –, impedindo o Tribunal de recurso de aceder a esse decisivo elemento de prova, inviabilizada fica a apreciação da impugnação da decisão de facto.

5. Se o sacador de um cheque, ao transmitir ao banco sacado ordem de revogação por “falta ou vício na formação da vontade por erro”, informa ter emitido e entregue o cheque para pagamento do preço de um veículo, o qual, “quando foi a ver, estava avariado”, tal informação configura motiva-

ção suficiente para a revogação e para a recusa de pagamento ao beneficiário do cheque, eximindo o banco de responsabilidade, perante aquele, pelo não pagamento do montante nele inscrito, tanto mais que veio a apurar-se a existência de defeito da coisa vendida.

## **2. Direito dos Seguros**

### **STJ 26-fev-2019 (Pinto de Almeida)**

I – O uso intermitente de dispositivo de deteção de metais no estabelecimento de diversão em questão permitiu a introdução no seu interior de navalha que, após, veio a ser utilizada pelo 1.º réu e causou a morte do pai da autora.

II – A 2.ª ré, sociedade exploradora do estabelecimento, e o 3.º réu, gerente da sociedade, praticaram conduta ilícita, traduzida na omissão do cumprimento do dever legal de garantir o funcionamento do sistema de segurança – arts. 486.º do CC e 1.º, n.º 1, al. b), 2.º, n.º 1, e 3.º, n.º 1, do DL n.º 101/2008, de 16-06.

III – A utilização intencional da navalha inclui-se no risco que o sistema de segurança tinha por escopo prevenir, pelo que a conduta dolosa do 1.º réu não quebra o nexo de causalidade entre aquela omissão e o homicídio perpetrado.

IV – O seguro obrigatório que visa cobrir o elevado grau de risco e o iminente perigo para a integridade física dos utentes – DL n.º 309/2002, de 16-12 – derivados da exploração do estabelecimento de diversão em questão, não se concilia com a cláusula, constante das condições particulares do contrato de seguro, que reduz o montante máximo de indemnização em caso de responsabilidade civil extracontratual a € 15 000.

V – A cláusula é nula, por introduzir limitação excessiva e desproporcionada ao âmbito e finalidade da cobertura do seguro – arts. 13.º e 146.º, n.º 4, ambos da LCS.

VI – A nulidade da cláusula determina a redução do contrato de seguro – art. 292.º do CC – e a validade do mesmo quanto ao restante conteúdo, subsistindo como limite da indemnização por responsabilidade civil extracontratual o montante do “capital seguro”, até ao montante de € 150 000.

VII – A interveniente principal, que celebrou contrato de prestação de serviços com a 2.ª ré, segundo o qual o sistema de segurança era assegurado por um vigilante ao seu serviço, que cumpriu, de forma defeituosa

e negligente, o controlo de metais nos termos descritos em I, é solidariamente responsável, o que se estende à interveniente seguradora com quem celebrou contrato de seguro, por força do disposto nos arts. 483.º, 487.º, n.º 2 e 500.º, n.º 1, do CC.

### **REv 31-jan.-2019 (Francisco Matos)**

Tendo a morte do segurado por causa o seu suicídio e ocorrendo no âmbito temporal relevante para exclusão da cobertura do seguro, nos termos do contrato, a seguradora não se mostra obrigada a pagar o capital seguro respectivo.

### **RGm 24-jan.-2019 (Antero Veiga)**

I – Nos termos do artigo 79.º, n.º 4 da LAT, o seguro considerar-se-á sempre, pelo menos, abrangendo o salário mínimo em vigor à data do acidente, não podendo as seguradoras furtar-se a essa responsabilidade, se tiverem celebrado contrato de seguro em desconformidade com a norma.

II – A norma do artigo 12.º da LAT não implica uma impossibilidade de acordo, designadamente quanto à matéria de facto, designadamente quanto à matéria salarial, dentro de determinados condicionalismos. O acordo deve estar em conformidade com os elementos constantes do processo, conforme resulta dos artigos 109.º e 114.º do CPT.

III – O acordo em fase contenciosa quanto ao vencimento, será aceitável se se enquadrar no “range” de factos sujeitos a prova, ou seja, se corresponder a factualidade que poderia vir a resultar demonstrada, e não existirem indícios de intento em fraudar a lei.

### **RCb 22-jan.-2019 (Carlos Moreira)**

I – Verbalizando duas testemunhas que, na manhã seguinte a uma tempestade, viram estragos na zona provocados pela mesma, o seu depoimento deve prevalecer sobre o de outra que, passando pela zona mais de três semanas após a intempérie, disse que não os viu.

II – O recorrente da decisão sobre a matéria de facto deve, sob pena de indeferimento liminar na parte afetada, indicar os concretos meios probatórios que, sobre cada um dos pontos impugnados, impunham decisão

diversa da recorrida, e, ainda, especificar a decisão concreta a proferir sobre cada um de tais factos.

III – Invocada a prescrição de direito disponível, existindo omissão de pronúncia na sentença, e não colocando o recorrente tal nulidade no recurso, a exceção e a nulidade, mesmo existentes, ficam sanadas – arts. 615.º n.º 4 do CPC e 303.º do CC.

IV – Devidamente interpretada, tem de entender-se que a seguinte cláusula de contrato de seguro:

“Esta cobertura garante as perdas ou danos directamente causados aos bens seguros em consequência de:

a) Tufões, ciclones, tornados e toda a ação direta de ventos fortes ...sempre que a sua violência destrua ou danifique vários edifícios de boa construção... objetos ou árvores num raio de 5 Km envolventes dos bens seguros.

Em caso de dúvida, poderá o Segurado fazer prova, por documento emitido pela estação meteorológica mais próxima que, no momento do sinistro, os ventos atingiram velocidade excepcional (velocidade superior a 90 Km/hora);

consagra dois casos autónomos de responsabilização da seguradora: o 1.º, se existirem ventos fortes (sem exigência de prova da velocidade) desde que causem danos na envólveia do objecto segurado; o 2.º se se provar que a velocidade do vento é superior a 90km/h, não sendo necessária, neste caso, a prova dos danos.

V – Às pessoas colectivas, porque apenas entes jurídicos e não seres sensíveis, não assiste jus à compensação por danos não patrimoniais, *tout court*, mas apenas ao ressarcimento de prejuízos que, por força do denegrimento do seu bom nome, prestígio, reputação ou credibilidade, possam sofrer na sua atividade.

## **RCb 22-jan.-2019 (Vitor Amaral)**

1. Em matéria de contrato de seguro de grupo, é ao tomador do seguro – e não o segurador – que cabe, salvo convenção em contrário, o dever de informar os segurados/aderentes sobre as coberturas contratadas e as suas exclusões, as obrigações e os direitos em caso de sinistro, bem como sobre as alterações ao contrato, tratando-se, assim, de regime legal especial deste tipo de seguro, afastando, neste âmbito de prestação informativa, o regime geral diverso resultante da LCCG (cfr. art. 78.º do RJCS e, anteriormente, art. 4.º do DLei n.º 176/95, 26-07).

2. Competindo ao tomador do seguro provar que forneceu as informações a que está obrigado, o incumprimento desse dever de informar fá-lo incorrer em responsabilidade civil.

3. Neste âmbito, pode o segurador opor aos segurados e aos beneficiários uma cláusula de exclusão ou limitação da cobertura do seguro, no caso de a omissão do dever de informação e esclarecimento junto dos segurados ser exclusivamente imputável ao tomador de seguro.

4. Os factos essenciais nucleares (ou principais) – os que constituem a causa de pedir ou fundam as exceções deduzidas –, têm de ser alegados, oportunamente, pela parte interessada, continuando aí a manter-se integralmente o princípio do dispositivo.

### **RCb 11-jan.-2019 (Felizardo Paiva)**

I – No tipo de contratos de seguro agrícola genérico, os critérios para a determinação do risco são a área cultivável, as culturas e os animais, sendo o local do risco as concretas explorações agrícolas descritas nas Condições Gerais.

II – Assim sendo, o objecto do contrato e o correspondente âmbito de cobertura deverão ser determinados pela natureza da actividade económica a que o tomador do seguro se dedica e pretendeu ver coberta, sendo em função dela que são estipulados o prémio e as restantes condições contratuais (acórdão do STJ de 13/3/02, CJ do STJ, tomo I, p. 274).

III – Tal enquadramento, e conseqüente inclusão no âmbito da cobertura conferida pelo seguro, deverá, contudo, ter em atenção que a actividade económica abrange, ou pode abranger uma multiplicidade de tarefas que, ainda que não constituindo o fulcro essencial dessa actividade, lhe são, no entanto, acessórias, com ela estando relacionadas ou conexas – cfr., a este respeito, acórdão da Relação do Porto de 12/4/2010 disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), acórdãos deste Tribunal da Relação de Coimbra de 28/4/2017, proferido na apelação 27/14.5TTCTB.C1, e de 10/3/2017, proferido na apelação 818/14.7T8CTB.C1, dos quais não se conhece publicação.

IV – Assim, o âmbito da actividade coberta pelo seguro há-de encontrar-se quer pela positiva, abrangendo todos os trabalhos (próprios e acessórios, conexos ou relacionados) dessa área económica, quer pela negativa, ou seja, através das exclusões nos termos que expressamente hajam sido outorgadas).

V – É preciso ter em devida conta que o contrato de seguro de acidentes de trabalho é obrigatório e reveste a natureza de contrato a favor de ter-

ceiro. Como tal, o contrato de seguro está sujeito à disciplina do art. 449.º do C.Civ., nos termos do qual “são oponíveis a terceiro, por parte do promitente, todos os meios de defesa derivados do contrato, mas não aqueles que advenham de uma relação entre promitente e promissário.”

VI – A figura do trabalho a tempo parcial vem definida no art. 150.º do CT “como todo aquele “que corresponda a um período normal de trabalho semanal inferior ao praticado a tempo completo em situação comparável”.

VII – A redução da duração do trabalho pode operar-se através da fixação das horas de trabalho a prestar em cada dia da semana ou determinando os dias de trabalho e de não de trabalho em cada semana, mês ou ano ou combinando aquelas duas modalidades.

VIII – Há trabalho ocasional quando este seja fortuito, de verificação imprevisível.

IX – A verificação de um trabalho ocasional depende das condições em que a sua prestação ocorre, tendo sempre subjacente um carácter acidental ou casual, nada tendo a ver com a sazonalidade da actividade.

### **3. Direito dos Valores Mobiliários**

#### **STJ 7-fev.-2019 (Rosa Tching)**

I. Os deveres de informação, no âmbito das atividades de intermediação financeira, apresentam-se como um mecanismo fulcral de proteção dos investidores, com especial enfoque nos mais vulneráveis, por forma a criar-lhes um clima de confiança e de segurança na aplicação das suas poupanças e proporcionar-lhes uma decisão consciente.

II. O âmbito dos deveres de informação, a que o intermediário financeiro se encontra vinculado, é determinado quer em função da qualidade de informação, que deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita», incluindo, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, nomeadamente as respeitantes a riscos especiais envolvidos pelas operações a realizar, quer em função do quantum da informação, balizado por uma regra de proporcionalidade inversa entre o grau de extensão e densidade daquele dever por parte do intermediário e o grau de conhecimentos e experiência do cliente/investidor, reportado ao produto financeiro em causa.

III. A responsabilidade civil do intermediário financeiro, por violação dos deveres de informação, pressupõe, para além da sua culpa presumida, a prova, por parte do lesado, da ilicitude resultante do incumprimento dos

referidos deveres bem como do nexo de causalidade adequada entre esse incumprimento e o dano sofrido pelo investidor.

III. Demonstrado terem os clientes/investidores um perfil conservador e terem os mesmos confiado no banco, intermediário financeiro, para encontrar as aplicações financeiras mais adequadas às suas pretensões de apenas quererem investir através da subscrição de um produto financeiro “sem risco”, que oferecesse uma segurança semelhante a um depósito a prazo, mas que tivesse uma rentabilidade superior à deste, como era do conhecimento do funcionário do banco que lhes vendeu a obrigação subordinada SLN 2006, era dever legal do banco informá-los, no momento da aquisição deste produto, acerca das reais características deste produto financeiro.

III. As obrigações subordinadas distinguem-se das obrigações clássicas por estarem abrangidas por uma cláusula de subordinação, isto é, no caso de insolvência ou liquidação da entidade emitente, apenas são reembolsadas após os demais credores por dívida não subordinada, tendo prioridade tão só sobre os acionistas, representando, por isso, um maior risco potencial, pois, considerando o facto de, na graduação de créditos, cederem perante os créditos privilegiados e sobre os créditos comuns, facilmente se pode aceitar como certa a inviabilidade de os respetivos subscritores obterem no processo de insolvência o retorno do capital que a emitente se obrigou a realizar e os respetivos juros.

IV. Não tendo o banco intermediário, aquando da subscrição da obrigação SLN 2006, dado a conhecer aos clientes/investidores as reais características deste produto financeiro, designadamente os maiores riscos envolvidos nesta operação, incluindo o especial risco de não retorno do capital investido em caso de insolvência da entidade emitente, factor que assume especial relevância visto estarmos perante uma obrigação subordinada com reembolso a dez anos e sem possibilidade de reembolso antecipado por iniciativa do subscritor, e tendo, em vez disso, assegurado aos clientes/investidores que a obrigação SLN 2006 era equivalente a um depósito a prazo, tão segura como este, estando garantido o retorno do capital investido, incorreu o banco em violação dos deveres de informação a que, na sua atividade de intermediação, se encontrava vinculado, não podendo deixar de relevar esta sua atuação ilícita para efeitos de responsabilidade civil contratual.

## **STJ 5-fev.-2019 (Paulo Sá)**

I. Tendo a A. intentado uma acção de anulação de deliberações sociais, competia-lhe a alegação e prova dos factos constitutivos do seu direito (art.



342.º, n.º 1, do CC), a saber, a sua qualidade de accionista e a existência de deliberação não votada por si.

II. A propriedade sobre as acções – independentemente da sua forma de representação ou da modalidade que revestem – não se transmite por mero efeito do contrato” e também que “não se dá apenas e tão só por efeito do modo”, só se efectuando por força do contrato e do modo.

II. O adquirente que não recebeu as acções (ao portador) não pode aliená-las (a aquisição de acção por si alienada seria considerada uma aquisição *a non domino*), nem onerá-las, nem exercer qualquer das faculdades inerentes à titularidade da acção, designadamente as de votar, receber dividendos, juros ou outros rendimentos (porque lhe falta a legitimidade para tal).

III. Por outro lado, o contrato de sociedade em apreço impôs, no seu art. 10.º que os accionistas com direito de voto na assembleia geral são os que têm as suas acções averbadas ou depositadas numa instituição de crédito ou registadas nos termos legais até 10 dias antes da mesma, o que não está restringido pelo CSC.

IV. Uma vez que a ré pôs em causa que a autora fosse titular do direito de propriedade sobre as acções, afastando a respectiva presunção de propriedade, incumbia a esta, quer no momento em que se apresentou nas assembleias, quer no momento em que instaurou a acção, ter alegado e provado, o negócio causal subjacente, através do qual, juntamente com a entrega das acções, adquiriu o direito de propriedade sobre as mesmas.

V. E deveria a A, no cumprimento do disposto no artigo 10.º do pacto social, provado o averbamento ou depósito das acções de que se apresentava como portadora, ou tê-las registado até ao 10.º dia anterior ao designado para as Assembleias Gerais, em que pretendeu exercer o direito de voto.

VI. A alteração legislativa operada no CVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, pela da Lei n.º 15/2017, de 3 de Maio e o projecto de lei n.º 205/XIII, que lhe serviu de base, reforça o entendimento supra, ao estabelecer uma proibição de emissão de novos valores mobiliários ao portador e ao apresentar como justificação a criação de um sistema mais controlado e que permita ganhos “de segurança, de credibilidade, de simplificação e de integração sistemática”.

## STJ 24-jan.-2019 (Abrantes Geraldês)

1. A responsabilidade do intermediário financeiro deve ser aferida com referência à data em que ocorreram os factos – *in casu*, Abril de 2006

– designadamente no que concerne aos deveres a que estava obrigado perante as normas então aplicáveis, máxime as que constavam do CVM.

2. A responsabilidade civil do intermediário financeiro pressupõe a verificação de uma situação de incumprimento de deveres legais ou contratuais, a ocorrência de um dano e um nexo de causalidade adequada, sendo presumida a culpa quando haja violação daqueles deveres.

3. Relativamente ao âmbito e conteúdo do dever de informação para com os clientes ou investidores não qualificados, nos termos do art. 312.º do CVM, o intermediário estava obrigado a prestar todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada referente aos produtos financeiros intermediados, de forma completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita (art. 304.º), sendo a extensão e a profundidade da informação inversamente proporcional ao grau de conhecimentos e à experiência do concreto investidor.

4. Para apuramento do cumprimento ou incumprimento do dever de informação deve atender-se ao que era exigível nas circunstâncias em que ocorreu a intermediação, não devendo ser exponenciados, *a posteriori*, elementos informativos que então seriam irrelevantes para a tomada de decisão do investidor esclarecida e fundamentada.

5. No caso, o A. não tinha conhecimentos aprofundados dos diversos produtos financeiros e dos riscos que comportavam; apresentava um perfil conservador relativamente ao investimento do seu dinheiro; e os funcionários do intermediário financeiro (CC) sabiam que não queria investir em produtos de risco. Mas o facto de pretender realizar um investimento em que, além da melhor remuneração relativamente a um depósito a prazo, também estivesse prevista a restituição do capital no fim do período contratado (como ocorria com as obrigações DD 2006), não permite que se considere incumprido o dever de informação só porque não lhe explicou que o CC, intermediário financeiro, e a DD, emitente das obrigações, “*eram duas entidades distintas e que investir em DD era diferente de aplicar dinheiro no CC*”.

6. Para além de não se terem provado outros factos que o A. alegou para sustentar o incumprimento dos deveres de informação, lealdade e boa fé, a irrelevância daquela informação resultava ainda de se verificar que o capital do CC era detido a 100% pela sociedade emitente das obrigações, cujo risco estava indexado ao risco do CC, constituindo este o principal ativo do seu património.

7. Ainda que se apurasse ter existido incumprimento do dever de informação por parte do intermediário financeiro, a sua responsabilidade civil dependeria ainda do estabelecimento de um nexo de causalidade, ou seja,

de que foi por causa daquele incumprimento que o investidor realizou o concreto investimento que se revelou prejudicial.

8. Não se tendo provado que a subscrição da Obrigação DD 2006 foi decidida em função de alguma confusão relativamente a um depósito a prazo constituído na instituição financeira intermediária da operação ou de algum aspeto conexo com a identidade da emitente das obrigações e do intermediário financeiro, não se considera verificado o nexo de causalidade.

### **STJ 15-jan.-2019 (Hélder Almeida)**

I – A ocorrência da responsabilidade civil, visando a actividade dos intermediários financeiros, postula a verificação dos pressupostos gerais da responsabilidade civil – ilicitude, culpa, dano e nexo de causalidade entre o facto e o dano.

II – Resultando da matéria de facto provada ter o banco réu informado os autores que o produto a que se referia a sua actividade de intermediário financeiro consistia em obrigações da sociedade dona do banco e que o grau de risco era similar ao de um depósito a prazo, sendo que a única forma de o liquidar unilateral e antecipadamente seria transmitindo as obrigações a um terceiro, mediante endosso, atento o circunstancialismo então vivenciado no plano das condições económicas e financeiras a nível mundial e, sendo – como era – de todo impensável a sucessiva derrocada de empresas e instituições bancárias que, desencadeada a crise, veio, generalizadamente, a ocorrer, não pode deixar de se reputar como completos, verdadeiros, claros e objectivos os informes prestados e os procedimentos levados a cargo pelo réu.

III – Não tendo o banco réu infringido para com os autores, como intermediário financeiro das aplicações por eles levadas a efeito, os deveres de informação que sobre si impendiam, impõe-se concluir pela não verificação, desde logo, do pressuposto da ilicitude na sua actuação, e, ergo, pela inexistência de tal responsabilidade.

### **STJ 9-jan.-2019 (Sousa Lameira)**

I – É inquestionável que a violação pelas entidades bancárias dos deveres de informação e das regras da boa-fé na negociação e na formação do contrato gera responsabilidade civil e, conseqüentemente, obrigação indemnizatória, mas para que tal suceda é necessário que os factos

provados demonstrem ter existido essa violação, dado que, no domínio das relações contratuais entre um cliente e um Banco que actua enquanto intermediário financeiro, o facto ilícito se traduz na violação desses deveres e regras.

II – À data dos factos (Outubro de 2004), o Banco estava obrigado, no âmbito da actividade de intermediação financeira, a informar os clientes das características e do risco do produto que se propunha vender (arts. 73.º, 74.º e 75.º do RGICSF, e 7.º, 289.º, 290.º, 312.º, e 314.º, do CVM).

III – Na referida data, as obrigações eram produtos seguros, de risco diminuto, sendo dos que mais garantias ofereciam de retorno de capital e, apesar de não serem depósitos a prazo, tinham com estas muitas semelhanças.

IV – Existindo sempre risco em qualquer aplicação financeira, ainda que em diferentes graus, e não sendo previsível, na altura, que a crise financeira que ocorreu em Setembro de 2008 viesse a ter lugar, é de concluir que o Banco réu não violou qualquer dever ao afirmar – quando apresentou aos autores a subscrição de obrigações de uma entidade terceira – que se estava perante um produto idêntico a um depósito a prazo, com capital garantido.

V – O facto de a autora julgar (por disso ter sido informada) que poderia levantar o capital e respectivos juros quando entendesse também não demonstra que o Banco tenha violado os deveres de informação, dado que, sendo possível resgatar o capital mediante a cedência das obrigações a terceiros – o que, à data, era extremamente fácil e rápido – não se pode dizer que aquele tenha prestado informação falsa ou insuficiente.

VI – Não sendo possível afirmar-se, face aos factos provados e ponderando a época histórica em que os mesmos ocorreram, que o Banco réu não tenha observado os princípios que devem orientar a actividade de intermediação financeira, bem como os deveres de informação que lhe incumbiam, não se mostra preenchido o requisito da ilicitude, pelo que não é o mesmo responsável pelos eventuais prejuízos sofridos pelos autores.

## **STJ 9-jan.-2019 (Oliveira Abreu)**

I. O objectivo essencial da actividade de intermediação é o de propiciar decisões de investimento informadas, em ordem a defender o mercado e a prevenir a lesão dos interesses dos clientes, importando que ao nível dos deveres impostos ao intermediário financeiro, incluindo o banco para tal autorizado, se destacam os deveres de informação, expressos no art. 312.º

do CVM, relativamente aos serviços que ofereça, lhe sejam solicitados ou que efectivamente preste, os quais deverão ser cumpridos através da prestação de “todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada”, sendo que a informação a prestar pelo intermediário financeiro ao investidor não qualificado, será ilícita se ocorrer a violação do dever de informação, com os seus requisitos indispensáveis: completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude.

II. A extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente (princípio da proporcionalidade inversa).

III. Para que se verifiquem preenchidos os pressupostos da responsabilidade civil contratual, do intermediário financeiro, é necessário demonstrar o facto ilícito (traduzido na prestação de informação errónea, no quadro de relação negocial bancária e intermediação financeira); a culpa (que se presume nos termos do art. 799.º n.º 1 do Código Civil e art. 304.º-A do Código dos Valores Mobiliários); o dano (correspondente à perda do capital entregue para subscrição do ajuizado produto financeiro, a descontar o rendimento, entretanto percebido pelos Autores); importando também apreciar o nexo de causalidade entre o facto e o dano (reconhecendo-se que, a quem alega o direito, cabe demonstrar a existência do nexo causal entre a ilicitude e o dano, não se podendo presumir, quer o nexo de causalidade quer o dano, donde, para que se possa afirmar que o intermediário financeiro é responsável pelo dano sofrido pelos investidores, necessário se torna que estes demonstrem o nexo de causalidade entre a violação do dever de informação e o dano, devendo o nexo causal ser analisado através da demonstração, que decorre da matéria de facto).

IV. A circunstância de ter sido transmitido aos Autores por funcionário do Banco, intermediário financeiro, que lhe sugeriu a subscrição da obrigação que o produto financeiro tinha características semelhantes a um depósito a prazo, era garantido a 100% e tinha um risco igual ao do banco, a par da informação ao Autor que a entidade emitente da obrigação era a “EE” e que esta era a sociedade-mãe do Banco, intermediário financeiro, não basta para configurar uma violação do dever de informação, pois, a informação prestada pelo intermediário financeiro, prestada com base nas circunstâncias conhecidas e reportadas à data, foi completa, verdadeira, clara e objectiva, dado que as informações prestadas e de que dispunha o intermediário financeiro levavam a crer que tudo se desenhava para que o investimento fosse rentável, nada fazendo antever, nem a degradação do mercado financeiro mundial, nem a da concreta instituição financeira emitente das obrigações.

### **RGm 14-fev-2019 (Afonso Cabral de Andrade)**

1. Para cumprir os seus deveres enquanto intermediário financeiro, nomeadamente os deveres de informação e de boa-fé, a instituição de crédito, por via do seu funcionário que contacta com os clientes e lhes apresenta os produtos financeiros, deve transmitir ao cliente qual a possibilidade de este vir a perder parte ou todo o capital que aplicou no produto.

2. As características essenciais do produto devem ser transmitidas ao cliente e o grau de detalhe deve variar na proporção inversa dos conhecimentos especializados deste sobre produtos financeiros.

3. Mesmo que o risco de perda do capital fosse visto pela instituição de crédito como muito reduzido, ainda assim essa possibilidade deve ser sempre comunicada ao cliente.

### **RCb 12-fev.-2019 (Vitor Amaral)**

1. – A violação culposa de deveres indeclináveis de informação a cargo de intermediário financeiro (um banco, parte apetrechada na negociação), no âmbito da atividade bancária, perante cliente investidor não qualificado e em deficit de informação, é fonte de obrigação indemnizatória pelo decorrente dano causado a esse cliente.

2. – Se a comercialização de produto financeiro com informação de ter capital garantido responsabiliza a entidade emitente do produto, tal não impede que também se constitua em responsabilidade o respetivo intermediário financeiro que, no relacionamento contratual com aquele seu cliente, atue por forma a assumir também o reembolso do capital investido.

3. – Apurado que o banco intermediário financeiro propôs ao cliente, no âmbito da contratação, a aquisição de um produto com margem de risco – que aquele não subscreveria se tivesse conhecimento de todas as características do mesmo –, com a prestação de informação inexata/distorcida de garantia de reembolso do capital investido, em violação de elementares padrões de boa-fé na relação com o cliente, ocorre culpa grave do banco.

4. – Situação que afasta o curto prazo prescricional previsto no art. 324.º, n.º 2, do CVM, sendo aplicável o prazo ordinário de prescrição (art. 309.º do CCiv.).

5. – Se aquele cliente investidor transmitiu a terceiro a sua posição contratual/crédito, o que fez junto do banco intermediário, é ao cessionário/transmissário, que se vê, a final, privado do capital investido, que cabe o direito indemnizatório.

### **RCb 12-fev.-2019 (Alberto Ruço)**

I – A omissão de informações por parte do banco acerca da natureza, características e riscos do produto que intermediava, necessárias para o cliente formar a decisão de adquirir esse produto, viola os deveres de informação impostos ao banco pelo artigo 312.º do CVM.

II – Há nexo de causalidade adequada (artigo 563.º do CC) entre, por um lado, a omissão de informações ou a prestação de informações em desconformidade com a realidade, quando estas determinaram a autora a celebrar um contrato cuja contraprestação, com ignorância sua, comportava um risco de incumprimento, e, por outro lado, o dano que consistiu, mais tarde, na concretização desse risco de incumprimento, que na altura da formação do contrato era hipotético, como ocorre sempre que algo, se se verificar, só se verificará no futuro.

### **RLx 7-fev.-2019 (José António Moita)**

1 – O dever de informação de entidade bancária agindo como intermediário financeiro de promoção e subscrição de produtos financeiros integra o leque dos deveres acessórios da prestação primária ou principal de reembolso do capital investido por parte da entidade emitente;

2 – A completude e a profundidade, ou especificação, da informação a prestar ao cliente pelo intermediário financeiro deverá ser tanto maior, quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência em matéria de investimento revelados pelo cliente;

3 – Na responsabilidade civil pela violação do dever acessório de informação para com o cliente há que apurar da ilicitude do facto e nexo de causalidade entre o facto ilícito e o dano causado, recaindo sobre o cliente o ónus de provar factos reveladores da sua verificação, devendo sobressair no estabelecimento desse nexo a formulação negativa da teoria da causalidade.

### **RLx 7-fev.-2019 (Arlindo Crua)**

– os contratos de intermediação financeira, traduzindo efectivos negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de actividades de intermediação financeira, pressupõem a existência de um negócio antecedente – designado

normalmente como negócio de cobertura – que serve de base à subscrição ou transacção de valores mobiliários (acções, obrigações, unidades de participação, entre outros), assumindo-se estas operações como negócios de execução da relação de cobertura ;

– segundo os princípios e directivas do Código dos Valores Mobiliários, a actividade dos intermediários financeiros deve regular-se pela bússola que acautela a protecção dos legítimos interesses dos seus clientes, com observância das exigências e directivas da boa fé, de acordo com elevados padrões de lealdade e transparência;

– o art.º 312.º do Cód. dos Valores Mobiliários (redacção vigente à data dos factos) prevê o núcleo base ou essencial dos deveres informativos que oneram o intermediário financeiro, o qual se traduz no dever de prestação de toda a informação necessária para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, devendo a extensão e profundidade ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimento e experiência do cliente, o que implica a consagração do denominado princípio da proporcionalidade inversa;

– tendo sido a Autora devidamente informada que o produto financeiro que lhe estava a ser proposto se tratava de uma Obrigação e, sendo a mesma licenciada em economia ou gestão de empresas, desempenhando, à altura, funções de Directora Financeira numa empresa, certamente que não podia desconhecer a natureza daquele produto;

– pelo que, a referência que lhe foi feita de que o mesmo era semelhante e tinha características similares às de um depósito a prazo, só que melhor remunerado, com capital garantido, tem que ser analisada em tal contexto, bem como a alusão à alegada segurança do produto proposto e ao facto do mesmo possuir capital garantido, pois, não se olvide que a entidade emitente das Obrigações em colocação era, na realidade, a dona do próprio Banco, daí derivando a referência que era efectuada de que se tratava de um produto com a garantia Banco, sendo crença dos próprios funcionários bancários do balcão que propôs a aquisição á Autora de que tal produto era seguro e que não oferecia qualquer risco aos seus subscritores;

– não sendo susceptível de reconhecer-se, nestes factos, violação do dever de informação perante a cliente bancária Autora, isto é, que tenha sido omitido qualquer dever geral de actuação segundo as regras da boa fé, quer em termos pré-contratuais, quer mesmo em termos de responsabilidade contratual;

– todavia, tal juízo já não é extensível à omissão de informação de que tais Obrigações tinham natureza subordinada, pois a referência a tal modalidade e natureza da obrigação configura-se, de forma manifesta,



com carácter essencial ou primordial. Com efeito, não estamos perante uma informação de somenos importância, pois tal colide com o grau de protecção concedido ao titular da mesma, tanto mais premente in casu quando estamos perante uma obrigação menos favorável à pretensão dos obrigacionistas, na medida em que, em caso de insolvência da entidade emitente, os titulares de tais obrigações apenas serão reembolsados depois dos demais credores de dívida não subordinada;

– na adopção da teoria da causalidade adequada, incumbia à Autora, nos quadros do art.º 563.º, do Cód. Civil, a prova do nexo de causalidade entre o facto e o dano, ou seja, que se tivesse sido informada, por completo, da totalidade das características do produto financeiro que lhe foi proposto, nomeadamente da natureza subordinada das Obrigações em venda, o que poderia ter sido efectuado mediante a exibição ou entrega da nota informativa e/ou da informação existente a nível interno, não teria adquirido a Obrigação, mediante a entrega da quantia monetária despendida;

– pois, apesar da prova da situação configurada como facto ilícito – a prestação, por omissão, de errónea informação, nomeadamente no que concerne à natureza subordinada da Obrigação -, esta circunstância poderá não ter sido causal da subscrição efectuada e consequente dano, ou seja, pode conceber-se que ainda que tal informação tivesse sido prestada de forma completa, isto é, que as obrigações propostas tinham aquela natureza, a Autora poderia, ainda assim, ter subscrito a Obrigação.

### **RLx 7-fev.-2019 (Adeodato Brotas)**

1 – Em intermediação financeira, as ordens dos clientes podem ser dadas por via oral ou por escrito (art. 327.º n.º 1 CVM em ambas as versões) sendo que se dadas oralmente devem ser reduzidas a escrito pelo receptor/intermediário ou fixadas por este em suporte fonográfico (art. 327.º n.º 1 do CVM na versão de 99, em vigor à data da subscrição.)

2 – As ordens de subscrição de valores mobiliários/instrumentos financeiros, não têm de ser assinadas pelo ordenante ou dador da ordem. Apenas se forem dadas presencialmente (de acordo com o n.º 2 do art. 327.º do CVM actual) é que são subscritas pelo ordenador/cliente.

3 – A expressão “capital garantido” deve ser interpretada de acordo com as regras sobre interpretação das declarações negociais.

4 – O “sentido” de que fala o art. 236.º n.º 1 do CC é o sentido que o declarante quis dar e, para captar qual seja esse sentido, estabelece-se no n.º 1 do art. 236.º do CC que o sentido da declaração negocial é aquele

que seria apreendido por um declaratório normal, isto é, um declaratório medianamente instruído e diligente colocado na posição do declaratório real, em face do comportamento do declarante.

5 – O declaratório, cliente/investidor, não pode pretender que a declaração tenha exclusivamente o sentido que ele quis entender. Relevante é o sentido que o declarante (banco/intermediário financeiro) quis dar à declaração e que um declaratório normal, medianamente instruído e diligente entenderia.

6 – Resultando dos depoimentos das testemunhas empregados do banco, que com a expressão capital garantido pretendiam significar que se tratava de um produto sem risco de capital, ou seja, que no fim da maturidade o investidor receberia o capital investido e os cupões (juros remuneratórios) ao logo da vida do investimento, é esse o sentido que deve ser dado àquela expressão.

7 – A orientação jurisprudencial que cuidamos ser maioritária no STJ sobre a questão do nexo de causalidade no âmbito da responsabilidade civil do intermediário financeiro vai no sentido de competir ao cliente/investidor a alegação e a prova do requisito nexo de causalidade.

8 – Ocorrendo a falta de reembolso do capital investido por efeito da insolvência do emitente e não por causa de qualquer deficiente informação ou actuação do intermediário financeiro, não se verifica o requisito nexo de causalidade.

### **RPt 24-jan.-2019 (Paulo Dias da Silva)**

I – Demonstrado que o gerente do Banco demandado propôs ao Autor uma aplicação financeira – papel comercial – com garantia do reembolso do capital investido e juros, em função da qual este aderiu à concretização da aplicação, é o mesmo Banco responsável pelo retorno desse capital e juros.

II – O art. 324.º, n.º 2 do Cód. dos Valores Mobiliários (CVM) prevê um prazo de prescrição de dois anos para a responsabilidade do intermediário financeiro por negócio em que haja intervindo nessa qualidade, salvo haja da sua parte dolo ou culpa grave.

III – Actua com culpa grave, para efeitos de não aplicabilidade deste prazo prescricional de dois anos, o banco que transmite ao cliente a falsa informação de que o produto financeiro por si subscrito não envolve quaisquer riscos, garantindo o reembolso do seu capital.

## **RGm 17-jan.-2019 (Maria Cristina Cerdeira)**

I – Em relação aos serviços de intermediação financeira, ao lado dos deveres gerais, o legislador consagrou um vasto conjunto de deveres do intermediário financeiro para com os clientes, dos quais o dever de informação se assume como um dos principais pilares da regulação jurídica dos mercados de capitais.

II – No que concerne aos serviços oferecidos por intermediários financeiros, o legislador foi para lá dos deveres de informação decorrentes do art.º 227.º do Código Civil, consagrando uma série de deveres específicos de informação no CVM: o dever de informação, a cargo do intermediário financeiro, inclui “todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada”, nomeadamente as informações respeitantes aos instrumentos financeiros e aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar (art.º 312.º), e deve-o fazer de forma “completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita” (art.º 7.º, n.º 1), para que a informação possa ser compreendida pelo destinatário médio.

III – Os sujeitos abrangidos pelo dever de informação estão identificados no art.º 304.º, n.º 5 do CVM: os titulares dos órgãos de administração e as pessoas que dirigem a atividade do intermediário financeiro ou do agente vinculado, os colaboradores do intermediário financeiro, do agente vinculado e as entidades subcontratadas, envolvidos no exercício ou fiscalização de atividades de intermediação financeira ou de funções operacionais que sejam essenciais à prestação de serviços de forma contínua e em condições de qualidade e eficiência.

IV – O regime da responsabilidade civil do intermediário financeiro está consagrado no art.º 304.º-A do CVM, prevendo o n.º 1 a obrigação dos intermediários financeiros indemnizarem os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação de deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade, e estabelecendo o n.º 2 uma presunção de culpa do intermediário financeiro, que incumbe a ele ilidir.

V – A norma do n.º 2 do art.º 304.º do CVM consagra um padrão de aferição da culpa que transcende o critério geral do “bonus pater familias” constante dos arts. 487.º, n.º 2 e 799.º, n.º 2 do Código Civil. Com efeito, estabelece um padrão de “diligentissimus pater familias”, decorrente do “elevado padrão de diligência”, em virtude de serem exigíveis a estas instituições os cuidados especiais que só as pessoas muito prudentes observam:

VI – Dentro do critério geral, na responsabilidade civil do intermediário financeiro, o nexos causal entre o facto (neste caso, a omissão de

informação) e o dano (o não reembolso do capital investido), afere-se com recurso à denominada formulação negativa da causalidade, ou seja, “o facto que atuou como condição do dano só deixará de ser considerado causa adequada se, dada a sua natureza geral, se mostrar de todo indiferente [...] para a verificação do dano, tendo-o provocado só por virtude das circunstâncias excepcionais, anormais, extraordinárias ou anómalas que intercederam no caso concreto”.

VII – A omissão de prestação de informação relevante por parte do Banco Réu, designadamente a respeito do emitente originário das obrigações adquiridas pelos AA. e da probabilidade da sua retransmissão para o Banco originário que está em processo de liquidação, sendo essa informação essencial à decisão de aquisição das obrigações, consubstanciou a violação dos deveres de informação, de lealdade e respeito consciencioso dos interesses confiados, a que as instituições bancárias, os seus administradores e colaboradores estão vinculados e, por isso, os ditames da boa-fé negocial no quadro da relação contratual estabelecida (cfr. art.º 762.º, n.º 2 do Código Civil).

VIII – É de natureza contratual a responsabilidade fundada numa relação contratual ou obrigacional existente entre intermediário financeiro e cliente/investidor, que vincula aquele perante este a um conjunto de deveres específicos de conduta profissional (de fonte legal, regulamentar, convencional ou deontológica) no cumprimento da respetiva prestação debitória (art.º 397.º do Código Civil) e cuja violação poderá dar azo à inerente obrigação de indemnização com fundamento em responsabilidade por incumprimento contratual (arts. 798.º e 799.º do Código Civil).

IX – Além da responsabilidade contratual nos termos descritos existe também responsabilidade extracontratual por parte do banco réu, em consequência da violação dos deveres, não só do exercício da sua atividade de intermediário financeiro, nomeadamente os princípios orientadores consagrados no art. 304.º do CVM, como sejam os ditames da boa fé, elevado padrão de diligência, lealdade e transparência, como também da violação dos mais elementares deveres de informação a que aludem os arts. 7.º, n.º 1 e 312.º, n.º 1 ambos do CVM.

X – No caso dos autos será de aplicar a 2.ª parte do n.º 3 do art.º 805.º do Código Civil, mantendo-se a condenação do Banco Réu em juros de mora a contar desde a citação, em virtude da violação dos deveres de informação convocar a aplicação das regras da responsabilidade extracontratual.

### **REv 17-jan.-2019 (Tomé Ramião)**

1. A responsabilidade civil do intermediário financeiro por violação de deveres respeitantes ao exercício da sua atividade, como flui do art. 314.º do CdVM, na sua redação em vigor à data dos factos (atual art. 304.º-A), não isenta o lesado de alegar e demonstrar, por força do art. 563.º do C. Civil, o nexo de causalidade entre o facto lesivo e os danos, visto que só existe obrigação de indemnizar em relação aos danos que o lesado provavelmente não teria sofrido se não fosse a lesão.

2. Nos termos do artigo 662.º, n.º 2, alínea c) do CPC, a Relação deve, mesmo officiosamente, anular a decisão proferida em primeira instância, quando repute deficiente, obscura ou contraditória a decisão sobre determinados pontos da matéria de facto, designadamente quando não constem do processo todos os elementos que, nos termos do n.º 1 do mesmo preceito, permitam a alteração da decisão proferida sobre a matéria de facto, ou quando considere indispensável a ampliação desta.

### **RLx 9-jan.-2019 (Américo Lourenço)**

1. O crime de manipulação de mercado previsto e punido pelo art. 379.º do Cód. Valores Mobiliários, tem como elementos típicos fundamentais:

a) Uma conduta típica, que pode consistir na divulgação de informação falsa, incompleta, exagerada ou tendenciosa, operações de natureza fictícia ou outras práticas fraudulentas;

b) Apresentar tal conduta uma idoneidade susceptível de alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado;

c) E o elemento subjectivo consistente na intenção fraudulenta de manipular o mercado.

Deve existir um propósito fraudulento praticado sobre os investidores, através do controle ou actuação artificial, incidente no preço dos títulos.

2. As mais-valias de operações de instrumentos financeiros devem ser calculadas, comparando o preço de venda, com o preço médio ponderado de aquisição dos instrumentos financeiros ou, utilizando o critério FIFO [first in, first out], (critério comumente utilizado para cálculo de mais-valias em carteiras com grande rotação como por exemplo, com compras e vendas diárias), em que se considera que são alienados primeiro, os instrumentos financeiros que entraram primeiramente na carteira.

3. No caso concreto a fórmula de cálculo da mais-valia utilizada foi a seguinte: – Mais-valia bruta efectiva = Quantidade vendida x Preço

de venda – Quantidade vendida x Preço médio ponderado das acções em carteira.

4. A criminalização das situações legalmente caracterizadas como manipulação de mercado assenta, segundo os considerandos da Directiva /2003/06/CE, na necessidade de garantir a integridade dos mercados financeiros e promover a confiança dos investidores, proibindo-se as práticas que coloquem em causa essa integridade.

5. Os negócios celebrados corresponderam a transacções fictícias (wash trade), porque foram realizados sem alteração do seu beneficiário económico, ainda que entre pessoas jurídicas distintas.

### **RLx 8-jan.-2019 (Luís Filipe Sousa)**

I. Na pendência da execução de um contrato de depósito e registo de instrumentos financeiros, o intermediário financeiro e custodiante não pode alhear-se das vicissitudes atinentes à entidade emissora das obrigações bem como à alteração da maturidade dos produtos, fatores suscetíveis de se repercutirem negativamente nos resultados e solidez do produto adquirido, cabendo-lhe informar o investidor de modo a habilitá-lo a poder adotar, tempestivamente, condutas que minimizem ou previnam riscos não despiciendos e conhecidos, que ameacem a normal conservação e frutificação dos instrumentos financeiros.

Nesta medida, e atentas as soluções plausíveis da questão de direito substantiva, justifica-se que os autos prossigam na 1.<sup>a</sup> instância com a realização de audiência prévia tendo em vista a seleção dos temas da prova atinentes à conduta imputada pelos Autores ao Réu N... Banco, posteriormente à Medida de Resolução do Banco de Portugal.



**Estatuto Editorial**  
**da**  
**Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais**

A Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais (RDFMC) é uma publicação bimensal, gratuita e online, dedicada ao estudo, investigação e divulgação do Direito bancário, do Direito dos valores mobiliários e do Direito dos seguros, em todas as suas dimensões: (i) material; (ii) institucional; e (iii) regulatória.

A RDFMC assume-se como uma publicação crítica, prática, dogmática e multidisciplinar.

**Crítica:** os avanços legislativos impõem, à Ciência Jurídica, uma avaliação profunda do caminho percorrido nas últimas décadas;

**Prática:** o Direito Financeiro é, por essência, um Direito iminente prático e de pormenor, discutido nos nossos tribunais e junto das entidades de supervisão;

**Dogmática:** é no caso concreto que o Direito assume o seu mais perfeito estado de concretização e é nessa condição que as construções jurídicas devem ser sustentadas;

**Multidisciplinar:** o Direito contemporâneo rompeu as suas fronteiras clássicas e assume hoje a importância das demais Ciências: Economia, Sociologia, Estatística, Informática ou Medicina.

A RDFMC cobre todas as áreas clássicas das publicações jurídicas: artigos doutrinários, anotações jurisprudenciais, resenhas e notas legislativas e doutrinárias.

Todos os corpos editoriais da RDFMC comprometem-se a assegurar o respeito pelos princípios deontológicos e pela ética profissional dos jornalistas, assim como pela boa fé dos leitores, nos termos do disposto no artigo 17.º/1 da Lei n.º 2/99, de 13 de janeiro.