

Lusíada



Repositório das Universidades Lusíada

Universidades Lusíada

Bandeira, Luís

**As “Recomendações de investimento” no
Código dos Valores Mobiliários : o contrato de
consultoria para investimento - recomendações
personalizadas**

<http://hdl.handle.net/11067/5463>

<https://doi.org/10.34628/75x2-9x50>

Metadados

Data de Publicação

2018

Tipo

bookPart

Esta página foi gerada automaticamente em 2025-05-17T10:31:47Z com
informação proveniente do Repositório

AS “RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO” NO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS. O CONTRATO DE CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO - RECOMENDAÇÕES PERSONALIZADAS.¹

Luís Bandeira

*Professor Auxiliar da Faculdade de Direito da Universidade
Lusíada Norte (campus do Porto)*

As “Recomendações de investimento” no Código dos Valores Mobiliários.

A presente exposição tem por objecto uma mera aproximação ao reconhecimento da pluralidade ou diversidade jurídica das “recomendações de investimento”, por referência ao Código dos Valores Mobiliários (aqui, abreviadamente, CVM) e ao, incontornável, contexto resultante das soluções resultantes da transposição para o direito interno português da Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros (abreviadamente, DMIF I), que revogou a Directiva dos Serviços de Investimento (abreviadamente, DSI) -, Directiva 93/22/CEE do Conselho, e da Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros (abreviadamente, DMIF II²), que revogou a DMIF I, cuja transposição para o direito nacional foi operada

¹ A redacção do presente texto não foi realizada em conformidade com o acordo ortográfico, sem prejuízo da manutenção do texto das citações.

² Cfr. Paulo Câmara – *DMIF II: A nova pedra angular do direito dos mercados financeiros*, in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, Almedina, 2017, pág. 199 e segs.

pelo Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho³, introduzindo relevantes alterações ao CVM no Título VI relativo à “intermediação”.

No âmbito do direito dos valores mobiliários, cujo assento normativo principal no ordenamento jurídico português é constituído pelo Código dos Valores Mobiliários (abreviadamente, CVM), na previsão das “actividades de intermediação financeira”, no n.º 1 do art. 289.º do CVM, são incluídos os “serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros” (art. 290.º), “os serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento” (art. 291.º) e a “gestão de [um conjunto] de instituições de investimento colectivo” e o exercício das “funções de depositário” dessas instituições⁴.

As “recomendações de investimento”, no âmbito da intermediação financeira, são objecto de uma dupla previsão no

³ Como nota preliminar, cumpre destacar que da mencionada transposição da DMIF II, resultou um ostensivo esvaziamento do CVM no que se refere ao enquadramento legal das actividades de intermediação financeira, nas quais se integram os serviços de investimento, tendo resultado um regime grandemente conformado, para além dos instrumentos vigentes no momento da transposição, pela Directiva Delegada 2017/593 da Comissão, de 7 de Abril de 2016, que completa a DMIF II no que diz respeito à protecção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou recepção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários, e pelo Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de Abril de 2016, para além de um amplo conjunto de regulamentos delegados da EU – cfr. JOUE L87, 31 de Março de 2017.

⁴ Na actual previsão do CVM, relativamente às actividades de intermediação financeira, deve considerar-se os termos da transposição da DMIF I, operada pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, e da DMIF II, operada pela Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho.

Neste contexto, cumpre destacar, a ampliação, na al. a) do n.º 1 do art. 289.º e no n.º 1 do art. 290.º, da previsão originária de “serviços de investimento” para “serviços e actividades de investimento”. Por sua vez, na al. b) do n.º 1 do art. 289.º e no art. 291.º, não incluem a referência a “actividades”, mas, apenas, a “serviços auxiliares” (daqueles serviços e actividades de investimento). Ainda, originariamente, a “consultoria para investimento” era incluída nos “serviços auxiliares”. Em consequência da transposição da DMIF I para o CVM, foi integrada nos “serviços e actividades de investimento”, portanto, como serviço principal.

No que se refere à gestão de instituições de investimento colectivo e ao exercício das funções de depositário dessas instituições, com a transposição da DMIF II, pela Lei n.º 35/2018, verificou-se um esvaziamento do CVM quanto a regras de intermediação financeira tendo por objecto os organismos de investimento colectivo, na medida em que, em momento *imediatamente anterior* àquela transposição, o Decreto-Lei n.º 56/2018, de 9 de Julho, incluiu no Regime Geral dos Organismos de Investimento colectivo (RGOIC), aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 26 de Fevereiro, as regras relativas à organização e ao exercício da actividade de gestão de organismos de investimento colectivo que se encontravam previstas no CVM.

CVM⁵, as quais, de modo simplificado, se podem distinguir entre a “consultoria para investimento”, traduzida em recomendações de investimento personalizadas, individualizadas, incluída nos “serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros”, *tipificada*⁶ na al. f) no n.º 1 do art. 290.º do CVM,

⁵ Na presente exposição, assumem-se duas categorias de recomendações de investimento, ainda que se aceite que, enquanto prestação de conselhos ou aconselhamento, seja personalizado, seja ao público, ambas se possam qualificar como “consultoria”, conceito cuja centralidade justifica a consideração de uma terceira categoria, a saber, a “consultoria sobre a estrutura de capital, a estratégia industrial e questões conexas, bem como sobre a fusão e a aquisição de empresas”, prevista na al. d) do art. 291.º - nesta perspectiva, reconhecendo-se no elenco legal da intermediação financeira três tipos diferentes de consultoria. Neste sentido, cfr. Paulo Câmara – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3.ª edição, 2016, pág. 451.

As referências doutrinárias e jurisprudenciais nacionais especificamente dedicadas às “recomendações de investimento” aqui tratadas são exíguas. Sobre os elementos característicos das recomendações de investimento, ao público e personalizadas, cfr. Paulo Câmara, *ob. cit. “Manual...”*, págs. 451 a 459. No que se refere à “consultoria para investimento”, cfr.: Alexandre Lucena e Vale – *Consultoria para investimento em valores mobiliários*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. V (2004), págs. 349-403. Na jurisprudência, sobre o contrato de consultoria para investimento (e responsabilidade civil do intermediário financeiro) cfr. os acórdãos: STJ, de 6.6.2013, proc. 364/11.0TVLSB.L1.S1; TRP, de 2.3.2015, proc. 1099/12.2TVPR.T1

Sobre as “recomendações de investimento” ao público: Gonçalo Castilho dos Santos – *Recomendações de Investimento em Valores Mobiliários e Conflitos de Interesses*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. VIII (2008), págs. 337-356; Sofia Nascimento Rodrigues – *Aspectos jurídicos da atividade e dos relatórios de análise financeira (Research)*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 14, 2002, Lisboa, CMVM, p. 99-104.

Cfr. também, *CESR – Understanding the definition of advice under MiFID* – (CESR/10-293, 19.04.2010); *ESMA – Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MIFIR* – (19.12.2014), pág. 144 e segs.

⁶ A referência à tipificação operada pelo artigo 290.º do CVM, relativa ao conjunto dos contratos relativos aos serviços de investimento previstos na CVM no âmbito das actividades de intermediação financeira, justifica a consideração sobre a existência de um “*numerus apertus*” ou de um “*numerus clausus*” dos serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros. Por força do art. 405.º do Código Civil, deve considerar-se que se trata de uma tipicidade aberta, não existindo, portanto, uma *taxatividade* no âmbito dos serviços de investimento. Neste sentido, cfr. Rui Pinto Duarte – *Contratos de intermediação no Código dos Valores Mobiliários* -, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril-2000, Lisboa, CMVM, pág. 373; José Queiroz Almeida – *Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24 – Novembro 2006, Lisboa, CMVM, págs. 291 e segs.; Gonçalo Castilho dos Santos – *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente* – Almedina, 2008, págs. 155-156; cfr. Luís Bandeira – *A renovada crise da dogmática da autonomia da vontade. Os contratos de serviços de investimento em instrumentos financeiros* – Universidade de Vigo - dissertação de doutoramento, edição policopiada, Outubro – 2010, págs. 224 e segs.; José Engrácia Antunes – *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, Reimpressão, 2017, p. 574 nota 1122.

Na jurisprudência, cfr. o Acórdão de 30.5.217, proc. 588/11.0TVPR.T1, que considera a “intermediação financeira poder constituir uma categoria contratual autónoma aberta”.

Diversamente, e perante o Código do Mercado de Valores Mobiliários (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril), afirmando uma tipicidade legal taxativa das actividades de intermediação financeira previstas no seu artigo 608.º, cfr. Fernando Conceição Nunes – *Os intermediários financeiros*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, págs. 91 e segs.

Questão diversa é a de apurar se todos os “serviços de investimento” assentam num “contrato” e se constituem um tipo autónomo ou se são reconduzíveis aos tipos contratuais pré-existentes, designadamente ao “contrato de prestação de serviço”, em particular, considerando o *nome iuris* “serviços de investimento”.

e as “recomendações de investimento” dirigidas ao público, incluídas como “recomendações genéricas” relacionadas com operações em instrumentos financeiros na previsão da al. c) do art. 291.º do CVM, no âmbito dos “serviços auxiliares”, previstas a par da “elaboração de estudos de investimento” e da “análise financeira”.

Recomendações de investimento.

As recomendações de investimento “genéricas”, dirigidas ao público, não constituem objecto exclusivo da actividade de intermediação financeira, o mesmo é dizer, a realidade da sua elaboração e emissão não é exclusiva dos intermediários financeiros.

A sua previsão não estava incluída na redacção originária do CVM, tendo sido consagrada através do aditamento ao CVM dos artigos 12.º-A a 12.º-E, através do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, estabeleceu no n.º 1 do artigo 12.º-A (*Recomendações de investimento*)⁷:

“Constituem recomendações de investimento os relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação emitida por analistas independentes, empresas de investimento, instituições de crédito, entidades cuja actividade principal seja formular recomendações e pessoas que neles exerçam a sua actividade profissional, em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou

⁷ Na sua redacção originária, o CVM não continha qualquer definição ou regulação específica das recomendações de investimento. O Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, diploma que operou a transposição para o ordenamento jurídico interno da Directiva 2003/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (*Market Abuse Directive*) aditou ao CVM os artigos 12.º-A a 12.º-E, incluindo no n.º 1 do art. 12.º-A a definição de “recomendações de investimento”. Através da Lei n.º 28/2017, de 30 de Maio, à excepção do n.º 1 do art. 12.ºA, as mencionadas normas foram revogadas, limitando-se a norma subsistente (alterada) a remeter para o Regulamento (UE) n.º 596/2014, o qual revogou a Directiva 2003/6/CE. Assim, actualmente, a previsão do n.º 1 do art. 12.º-A, estabelece:

“As recomendações de investimento, designadamente, o respetivo conteúdo, modo de apresentação, requisitos e divulgação de interesses ou existência de conflitos de interesse, regem-se pelo Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e respetiva regulamentação e atos delegados.”

As “Recomendações de Investimento” no Código dos Valores Mobiliários.(...)

outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público.”

Em momento ulterior, aquando da transposição da DMIF I, em finais de 2007, tais recomendações foram consagradas no CVM, sendo incluídas na al. c) do art. 291.º como *“recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros, portanto, passando essas recomendações de investimento genéricas a integrar a previsão legal dos serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento, nos seguintes termos:*

“A elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros;”

Revogada a definição contida no n.º 1 do art. 12.º-A, actualmente, coexistem duas definições de “recomendações de investimento” (ao público) - *exteriores* ao CVM:

- no Regulamento (UE) n.º 596/2014⁸ do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, para o qual remete o n.º 1 do art. 12.º-A do CVM, o qual estabelece no n.º 1 do art. 3.º a seguinte definição:

“35) «Recomendações de investimento», qualquer informação recomendando ou sugerindo uma estratégia de investimento, de forma explícita ou implícita, em relação a um ou vários instrumentos financeiros ou aos emitentes, incluindo qualquer parecer sobre o valor ou preço actual ou futuro desses instrumentos, e que se destine aos canais de distribuição ou ao público.”

- no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, o qual estabelece, no art. 36.º (Estudos de investimento e comunicações comerciais), estabelece a definição de “estudos de investimento”:

⁸Regulamento relativo ao abuso de mercado (habitualmente, denominado, por *MAR – Market Abuse Regulation*), completado pelo Regulamento Delegado (UE) n.º 2016/958 da Comissão, de 9 de Março de 2016.

“1. Para efeitos do artigo 37.^o, entende-se por estudos de investimento os estudos ou outras informações que recomendem ou sugiram, explícita ou implicitamente, uma estratégia de investimento relativa a um ou vários instrumentos financeiros ou aos emitentes dos mesmos, incluindo qualquer parecer quanto ao preço ou ao valor atual ou futuro desses instrumentos, destinados aos canais de distribuição ou ao público, e relativamente aos quais sejam respeitadas as seguintes condições: a) Os estudos ou informações são designados ou descritos como estudos de investimento ou por termos análogos ou são apresentados como uma explicação objetiva ou independente das questões contidas na recomendação; b) Se a recomendação em causa fosse feita por uma empresa de investimento a um cliente, não representaria uma prestação de serviços de consultoria para investimento para efeitos da Diretiva 2014/65/UE.

2. Uma recomendação do tipo abrangido pelo artigo 3.^o, n.^o 1, ponto 35, do Regulamento (UE) n.^o 596/2014 que não preencha as condições previstas no n.^o 1 deve ser tratada como uma comunicação comercial para efeitos da Diretiva 2014/65/UE e as empresas de investimento que elaboram ou divulgam essa recomendação devem garantir que seja claramente identificada como tal.

Além disso, as empresas devem assegurar que qualquer recomendação desse tipo contém uma declaração clara e proeminente (ou, no caso de uma recomendação oral, uma declaração para o mesmo efeito) de que não foi elaborada de acordo com os requisitos legais destinados a promover a independência dos estudos de investimento, e que não está sujeita a qualquer proibição que impeça a negociação antes da divulgação dos estudos de investimento.”

^o O art. 37.^o estabelece requisitos organizativos adicionais relativos a estudos de investimento ou comunicações comerciais a cumprir pelas “empresas de investimento que elaboram ou organizam a elaboração de estudos de investimento destinados ou suscetíveis de serem subsequentemente divulgados a clientes da empresa ou ao público.

Não cabendo aqui a apreciação minuciosa da concorrência das normas citadas, sempre cumpre destacar que no CVM, o art. 12.º-A, *a montante* do âmbito da prestação de serviços de investimento, visando apenas a tutela do “abuso de mercado”, remete para a definição de recomendação de investimento estabelecida no Regulamento (UE) 596/2014. No âmbito dos serviços de investimento, melhor, dos serviços auxiliares, o art. 291.º, na al. c), mantém a referência à “elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas”, sem se comprometer com qualquer definição. Supõe-se que tal previsão deve ser integrada pela definição contida no art. 35.º¹⁰ do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, aplicável aos estudos de investimento que sejam elaborados pelas empresas de investimento¹¹.

Consultoria para investimento.

No que se refere à definição legal da consultoria para investimento, os ns. 1 a 3 do art. 294.º do CVM estabelecem:

¹⁰ O art. 35.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 estabelece:

“1. Para efeitos do artigo 37.º, entende-se por estudos de investimento os estudos ou outras informações que recomendem ou sugiram, explícita ou implicitamente, uma estratégia de investimento relativa a um ou vários instrumentos financeiros ou aos emitentes dos mesmos, incluindo qualquer parecer quanto ao preço ou ao valor atual ou futuro desses instrumentos, destinados aos canais de distribuição ou ao público, e relativamente aos quais sejam respeitadas as seguintes condições: a) Os estudos ou informações são designados ou descritos como estudos de investimento ou por termos análogos ou são apresentados como uma explicação objetiva ou independente das questões contidas na recomendação; b) Se a recomendação em causa fosse feita por uma empresa de investimento a um cliente, não representaria uma prestação de serviços de consultoria para investimento para efeitos da Diretiva 2014/65/UE.

2. Uma recomendação do tipo abrangido pelo artigo 3.o, n.o 1, ponto 35, do Regulamento (UE) n.o 596/2014 que não preencha as condições previstas no n.o 1 deve ser tratada como uma comunicação comercial para efeitos da Diretiva 2014/65/UE e as empresas de investimento que elaboram ou divulgam essa recomendação devem garantir que seja claramente identificada como tal. Além disso, as empresas devem assegurar que qualquer recomendação desse tipo contém uma declaração clara e proeminente (ou, no caso de uma recomendação oral, uma declaração para o mesmo efeito) de que não foi elaborada de acordo com os requisitos legais destinados a promover a independência dos estudos de investimento, e que não está sujeita a qualquer proibição que impeça a negociação antes da divulgação dos estudos de investimento.”

¹¹ Solução que a Lei espanhola expressamente adoptou no art. 141 da “Ley del mercado de valores” (após transposição da DMIF II), relativo aos “serviços auxiliares”, prevendo na al. e): “*La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565*”.

“1 - Entende-se por consultoria para investimento a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do intermediário financeiro ou consultor para investimento autónomo relativamente a transações respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros.

2 - Para efeitos do número anterior, existe aconselhamento personalizado quando é feita uma recomendação a uma pessoa, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, que seja apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento.

3 - Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente ao público.”

Nos termos do n.º 4 do art. 294.º do CVM, a consultoria para investimento pode ser exercida por intermediário financeiro autorizado a exercer essa actividade, relativamente a quaisquer instrumentos financeiros, e por consultores para investimento autónomos, relativamente a valores mobiliários, estes últimos, podem revestir a natureza de pessoas singulares ou de sociedades de consultoria para investimento¹².

¹² Note-se que a previsão do CVM quanto à entidades habilitadas à prestação da consultoria para investimento e a consagração de um regime de reserva a favor dessas entidades, sobrepõe-se a previsão anterior do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, ainda em vigor, na al. h do n.º 1 do art. 4.º que prevê a “consultoria, guarda, administração e gestão de carteiras de valores mobiliários” no âmbito das operações para as quais os bancos estão habilitados, bem como a previsão da exclusividade decorrente do n.º 2 do art. 8.º do mesmo regime.

Note-se que o n.º 4 do art. 294.º do CVM discrimina quanto aos instrumentos objecto da consultoria, em razão do prestador do serviço. Assim, os intermediários financeiros podem exercer essa atividade, relativamente a quaisquer instrumentos financeiros, enquanto que os consultores para investimento autónomos, apenas, relativamente a valores mobiliários.

Aos agentes vinculados é permitida a consultoria para investimento em instrumentos financeiros ou sobre serviços prestados pelo intermediário financeiro, daí resultando a possibilidade de a consultoria poder ser prestada por uma sociedade que não reveste a natureza de intermediário financeiro ou de sociedade de consultoria para investimento. A tal não será estranho o facto de o agente vinculado representar e actuar apenas em nome e por conta de um intermediário financeiro - cfr. a al. a) do n.º 3 do art. 294.º-A e a al. b) do n.º 2 do art. 294.º-B do CVM.

Sobre o registo dos consultores para investimento autónomos e da comunicação dos colaboradores dos intermediários financeiros que exerçam a actividade de consultoria para investimento, cfr. o art. 301.º do CVM. O novo regime de registo aparenta maior clareza no âmbito e termos da sua aplicação, face ao regime vigente no âmbito do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, na medida em que não procedia a uma clara distinção entre os consultores autónomos e os intermediários financeiros.

As sociedades de consultoria para investimento são reguladas por regime jurídico próprio, constante do Decreto-Lei 357-B/2007, de 31 de Outubro.

As “Recomendações de Investimento” no Código dos Valores Mobiliários.(...)

A definição de consultoria de investimento prevista no ponto 4) do n.º 1 do art. 4.º, quer na DMIF I, quer na DMIF II, tem o mesmo teor:

“a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transacções respeitantes a instrumentos financeiros;”

A Directiva de Execução DMIF I, a Directiva 2006/73/CE, no art. 52.º, concretizou o aconselhamento personalizado como

“uma recomendação feita a uma pessoa na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial ou na sua qualidade de agente de investidor efetivo ou potencial, recomendação que deve ser apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou basear-se na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, devendo constituir uma recomendação feita com vista à tomada de um dos seguintes conjuntos de medidas:

a) Comprar, vender, subscrever, trocar, resgatar, deter ou tomar firme um instrumento financeiro específico;

b) Exercer ou não qualquer direito conferido por um instrumento financeiro específico no sentido de comprar, vender, subscrever, trocar ou resgatar um instrumento financeiro.”

Mais explicitou que *“uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público.”*¹³

No âmbito da DMIF II, destaca-se a introdução de um regime distinto consoante a consultoria para investimento é, ou não, realizada numa base independente, distinção que assume

¹³ Como será dada nota, em seguida, com a DMIF II foi eliminada a referência aos “canais de distribuição”.

relevância decisiva no regime dos “incentivos”¹⁴ (*inducements*) a que o CVM se refere como “benefícios” (cfr. os arts. 313.º a 313.º-C do CVM), e cujo regime é conformado pela Directiva Delegada 2017/593. O Regulamento Delegado (UE) 2017/565, desenvolve o regime da consultoria para investimento de base independente e de base não independente, em particular em matéria de informação aos clientes, e reforça os termos da distinção entre a consultoria para investimento como aconselhamento ou recomendação personalizada e as recomendações ao público (recomendações gerais), mantendo o entendimento da Directiva da Execução da DMIF I sobre o “aconselhamento personalizado”, com a diferença de ter deixado de considerar excluído do aconselhamento personalizado o caso da emissão da recomendação “exclusivamente através de canais de distribuição”¹⁵ (cfr. art. 9.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/365). O mesmo regulamento imprimiu uma reformulação, um reforço, das regras relativas à avaliação da adequação no âmbito da consultoria para investimento e da gestão de carteiras¹⁶.

Como já referido, as mencionadas regras dos múltiplos instrumentos delegados revestem-se da maior importância, considerando o protagonismo das regras dele constantes. A tal movimento legislativo, correspondeu um conseqüente e notável

¹⁴ Cfr. Tiago dos Santos Matias – *Research e Inducements: o que foi não volta ser. Breve incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II*, in *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 57, Agosto 2017, Lisboa, CMVM, págs. 35-52; José Ferreira Gomes – *Conflitos de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MiFID II*, in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, Almedina, 2017, pág. 227 e segs.

¹⁵ Com a transposição da DMIF II foi eliminada a referência à sua emissão exclusiva através de “canais de distribuição”. A delimitação negativa da consultoria por referências à emissão exclusiva das recomendações através de “canais de distribuição ou ao público” assume toda a relevância para efeitos da delimitação entre as “recomendações de investimento” (genéricas) e a consultoria para investimento como recomendação personalizada, individualizada. A supressão da referência a “canais de distribuição”, operada pela DMF II, terá tido em conta a multiplicidade de situações em que os intermediários que prestam aconselhamento personalizado através da utilização de canais de distribuição – v.g. a *internet*. Neste sentido, cfr. Ana Perestrelo de Oliveira – *DMIF II e Consultoria para investimento: da compliance à revisão dos modelos de negócio*, in “O novo direito dos valores mobiliários” – I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros”, Almedina, 2017, pág. 220, nota 9.

¹⁶ As matéria relativas ao (novo) regime dos “benefícios” (incentivos), da consultoria independente e da adequação, justificam uma análise específica.

esvaziamento do CVM. A *menorização* do CVM, naturalmente, comum aos ordenamentos jurídicos dos demais Estados membros, resulta *agravada* pela soberanas competências atribuídas à ESMA (*European Securities and Market Authority*)¹⁷ no que se refere ao estabelecimento de linhas-guia de interpretação das “normas DMIF”, quer as de aplicação directa, quer as que foram objecto de transposição, portanto do próprio CVM. Tudo, naturalmente, uniformizando a interpretação e aplicação por parte das diversas autoridades de supervisão dos Estados membros.

Recomendações de investimento - serviços e actividades de investimento e contratos.

Do arrolamento dos artigos 290.º e 291.º, encontra-se, em regra, mas não necessariamente, um “serviço”. Daí a referência a “actividades”. A actual previsão legal de “serviços e actividades de investimento” (ou auxiliares), resulta da transposição da DMIF I, sucedendo à previsão originária relativa a “serviços de investimento”, justificada pelo reconhecimento de, no âmbito das actividades de intermediação financeira, se incluírem operações que não consubstanciam serviços prestados pelo intermediário financeiro a um cliente, mas *meras actividades* desenvolvidas por intermediários financeiros – do que constitui exemplo ostensivo, “a gestão de sistema de negociação multilateral” e a “gestão de sistema de negociação organizado”, previstas na alínea g) e h) do n.º 1 do art. 290.^{o18}.

¹⁷ Sobre a ESMA, criada pelo Regulamento (UE) 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, e que sucede ao CESR (*Committee of European Securities Regulators*) como autoridade na área mobiliária, como uma das três autoridades de supervisão europeias (designadas colectivamente por *European Supervisory Authorities* - parte integrante do Sistema Europeu de Supervisão Financeira - *European System of Financial Supervisors*), a par da *European Banking Authority* (EBA), para a área bancária, e da *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), na área dos seguros e fundos de pensões, cfr. Paulo Câmara, ob cit. “Manual...”, pág. 50 e segs.; Filippo Annunziata – *La disciplina del mercato mobiliare*, ottava edizione, G. Giappichelli editore - Torino, pág. 33 e segs.; Thierry Bonneau, Pauline Pailler, Anne-Claire Rouaud, Adrien Tehrani, Régis Vabres - *Droit financier*, L.G.D.J., 1re édition, 2017, pág. 147 e segs.

¹⁸ Neste sentido, cfr. Filippo Annunziata, ob cit. “*La disciplina...*”, págs. 8-9, que justifica a menção a “actividade” em razão da previsão da “gestão de sistema de negociação unilateral”. Ao qual aqui se adita, por força da DMIF II, a “gestão de sistema de negociação organizado”.

No que se refere aos “serviços de investimento”, habitualmente, é considerada a existência, necessária, de um contrato, portanto, de uma relação contratual¹⁹.

Considerando as “recomendações de investimento” abrangendo ambos os tipos acima enunciados, portanto, as recomendações personalizadas e as recomendações ao público, justifica perguntar-se se revestem a natureza de “serviços” ou de “actividades” de investimento.

¹⁹ Talvez, melhor, de uma relação negocial!

Concretizando: a menção a “relação negocial”, em vez de “relação contratual”, tem o propósito de submeter à reflexão que, mesmo no contexto de um “serviço”, este poderá não consubstanciar um contrato, do que é expoente tradicional entre nós, a consideração das “ordens de bolsa como negócio jurídico unilateral” – qualificação pacífica, na doutrina e jurisprudência nacionais, *provocada* por António Menezes Cordeiro ao qualificar a ordem de bolsa como negócio jurídico unilateral – cfr. António Menezes Cordeiro - *Da transmissão em bolsa de ações depositadas*, in Banca, Bolsa e Crédito - Estudos de Direito comercial e de Direito da economia, I vol., Livraria Almedina, Coimbra, 1990) - pág. 79. Demonstrativo da mencionada conformação, cfr.: Amadeu José Ferreira – *Ordem de Bolsa*, ROA, Ano 52, Julho de 1992; Luís Menezes Leitão – *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, vol. II, Coimbra Editora 2000, págs. 129. Ousadamente, exorta-se a uma apreciação crítica a tal douto entendimento, à luz do serviço de “recepção de ordens para transmissão” e de “recepção de ordens”, cujo âmbito de aplicação é, sem dúvida, mais amplo daquele a que se referia a apreciação relativa, apenas, à “ordem de bolsa” no contexto normativo, então, vigente, designadamente, do monopólio da execução de ordens pelos “corretores de bolsa”. No sentido mencionado, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, e com base na “recepção, transmissão e execução” de ordens, apresenta uma distinção entre contratos de intermediação financeira e serviços de investimento, não em razão da tripartição das actividades de intermediação financeira pelo artigo 289.º do CVM, mas por considerar que nem todos os serviços de investimento constituem contratos, “contratos de intermediação” – cfr. A. Barreto Menezes Cordeiro *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, reimpressão, 2017, pág. 314.

Em defesa da natureza contratual do “serviço” de recepção de ordens para execução e transmissão, sempre se poderá alegar que os actos em que se traduz esse serviço implicam a existência de uma relação contratual prévia, uma relação ou contrato de cobertura – como seja um contrato-quadro de prestação de serviços de intermediação financeira – o qual para alguma doutrina é tida como *conditio sine qua non* da recepção da ordens – cfr. A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *ob cit.* pág. 317. Constituirá fundamento de tal contrato, o disposto no n.º 1 do art. 321.º do CVM que estabelece a exigência de forma escrita nos contratos de intermediação – ao referir-se aos “contratos relativos aos serviços previstos nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º”, está a incluir, precisamente, a “recepção e execução” e a “transmissão” (respectivamente, previstas nas als. a) e b)).

Diversamente, na doutrina estrangeira, as “ordens” são consideradas como consubstanciando um contrato, sendo consideradas, em função do conteúdo, como contratos de mandato, de comissão ou de corretagem ou mediação – cfr. Thierry Bonneau *et. al.*, *ob. cit. Droit financier*, pág. 492.

Na jurisprudência nacional, considerando o “negócio jurídico unilateral, cfr. os acórdãos do STJ, de 15.11.2007, proc. 07B3093, e de 11-01-2000 (Proc. 99A792) – este, por um lado, afirmando a natureza de negócio jurídico unilateral, e ao mesmo tempo, por outro lado, afirmando que só um contrato de mandato pode estar subjacente à ordem de compra e venda de títulos em bolsa.

Por sua vez, no longínquo acórdão do STJ, proc. 062129, de 15.3.1968, encontra-se: “Considera-se celebrado um contrato de comissão, tal como o define o artigo 266 do Código Comercial, no caso de os autores terem encarregado um Banco de vender determinadas ações de uma Companhia, agindo o Banco, nas relações com terceiros, por si e em seu nome principal e único contraente”; mais recentemente, os acórdão do STJ, de 09-10-1996, proc. 96A365 (a operação de bolsa como a “celebração de um contrato através de um mandato”), de 22.2.2005, proc. 04A4265.

Apresenta-se com *naturalidade*, relativamente à “consultoria para investimento”, a consideração de que tal serviço decorre ou assenta numa relação contratual. De algum modo, o mesmo pressuposto “contratual” surge associado ao “serviço auxiliar” das recomendações genéricas de investimento. Sem prejuízo, e a pretexto da (actual) previsão do CVM ter passado a incluir, além da primitiva previsão de “serviços de investimento”, a menção a “actividades” - “serviços e actividades de investimento”, justifica-se questionar se, em ambos os casos, estamos perante um “serviço” que tenha subjacente uma relação de natureza contratual ou perante uma “actividade” desprovida dessa natureza.

No que respeita às “recomendações de investimento”, decorrentes da elaboração dos estudos de investimento, de análise financeira ou de outras recomendações genéricas, ainda que possam constituir um serviço prestado pelo autor do estudo ou análise, na medida em que facilmente se concebe a existência de um contrato que tenha por objecto a elaboração ou emissão das ditas “recomendações genéricas” de investimento, dirigidas ao público, podem ser concebidas como existindo sem o contexto de uma qualquer prestação de serviços, sem um qualquer enquadramento contratual, caso em que não existirá um “serviço”, pelo menos no sentido contratual²⁰.

No que se refere às recomendações personalizadas, integrantes da “consultoria para investimento”, enquanto recomendação individualizada, é associada a um serviço prestado ao cliente, portanto, consubstanciando uma relação contratual traduzida na prestação do “serviço de consultoria para investimento”²¹. Ainda que dos termos da definição legal

²⁰ Em tal situação, estaremos perante uma “actividade”, ainda que as “recomendações genéricas” se encontrem integrados no art.º 291.º, relativo aos “serviços auxiliares”, no qual não é feita a distinção entre “serviços e actividades” – integram os serviços auxiliares dos “serviços e actividade de investimento”.

²¹ Perante a solução da DMIF I, Paulo Câmara afirma que “na base da consultoria [para investimento] está um contrato”, considerando que o n.º 7 do art. 19.º da DMIF I pressupõe a existência de contrato – o que afastou a hipótese suscitada pelo CESR que “no seu Parecer admitia consultoria incidental sem base contratual” – *ob. cit. “Manual...”*, §24., 5., pág. 452.

de “consultoria para investimento” se inclua a situação em que o intermediário financeiro emita o aconselhamento por sua iniciativa, deve entender-se como necessária a sua recepção pelo destinatário, i.e., que o conselho seja recebido e que seja entendido pelo destinatário, para se poder afirmar a existência de consultoria para investimento. Dito de outro modo, não basta que o intermediário financeiro, por sua iniciativa, emita uma recomendação personalizada para um cliente (ou para um conjunto de clientes com um mesmo perfil de investidor) e as envie, para se poder afirmar a existência de um serviço de consultoria para investimento²². O destinatário há-de receber e entender a recomendação, enquanto fundamento da decisão de a executar ou não – i.e., o conselho há-de, de facto, constituir um elemento essencial da formação da sua decisão de investimento (seja, de investimento, de “desinvestimento” ou de “não execução”)²³.

O que vai equacionado sobre a (in)existência de um contexto contratual para as recomendações de investimento é, tão-só, no contexto normativo do CVM, considerando a

²² A consultoria para investimento apresenta-se, facilmente, como um contrato de prestação de serviços – o serviço de aconselhamento personalizado, através da emissão de recomendações personalizadas.

Contudo, afigura-se que da previsão legal (literal) de “serviços” não deve retirar-se a recondução dos diversos serviços no tipo contratual da “prestação de serviços”, reconhecendo, antes, a diferente natureza jurídica desses “serviços e actividades de investimento” – portanto, reconhecendo-se nos diferentes tipos contratuais uma diferente estrutura jurídica-contratual. A este propósito, cfr. Rui Pinto Duarte, *ob cit.* “*Contrato de intermediação...*”, pág. 367.

²³ Quando não exista, entre o intermediário financeiro e o cliente, um acordo, um contrato para a prestação do serviço, no caso de o intermediário financeiro emitir um recomendação personalizada, para se afirmar uma actividade relativa ao serviço de consultoria para investimento, deve, no mínimo, verificar-se o efectivo recebimento e conhecimento pelo cliente da recomendação individualizada que lhe seja dirigida, o mesmo é dizer que se deve afastar uma interpretação da definição legal de consultoria de investimento que, com base na hipótese da “iniciativa do intermediário financeiro”, conduza a considerar a existência do “serviço” de consultoria quando não existe qualquer manifestação e vontade, sequer implícita ou tácita, por parte do cliente destinatário do conselho.

No caso de o serviço de consultoria assentar num serviço continuado, num serviço de acompanhamento, deve considerar-se que as recomendações elaboradas e remetidas pelo intermediário financeiro ao cliente, para o endereço que tenha sido convencionado em acordo estabelecido, constituem o cumprimento da obrigação do acompanhamento contratado, ainda que o cliente não tenha tido real acesso e conhecimento ao seu teor – em abono de tal solução pode considerar-se a posição do STJ segundo a qual “a declaração negocial recipienda ou receptícia considera-se eficaz não apenas quando é recebida pelo destinatário como ainda quando só por sua culpa exclusiva não foi oportunamente recebida (art. 224º, nº 2, do CC) – cfr. acórdão do STJ (2.ª secção), de 9-2-2012, Proc. 3792/08.5TBMAL-A.P1.S1.

relevância da qualificação para aferir das obrigações do emitente da recomendação, em particular, no que se refere à consultoria para investimento, aferir sobre os deveres de informação, especialmente, em termos de obrigações pré-contratuais de informação do intermediário financeiro, seja de prestação de informação, seja de recolha de informação sobre o investidor.

Questão diversa, *paralela* ou *exterior* ao CVM, é a de aferir a relevância dessas recomendações quanto à sua natureza e efeitos jurídicos em termos do estatuído no direito comum, em particular quanto à responsabilidade extracontratual pela prestação de conselhos²⁴.

Delimitação das “Recomendações genéricas” – alguns problemas.

Caracteriza a “recomendação de investimento” o facto de se destinar “aos canais de distribuição ou ao público”, portanto não se dirigindo a pessoa ou pessoas determinadas ou, dirigindo-se, não tendo em consideração as suas circunstâncias pessoais em termos de adequação da recomendação emitida,

²⁴ Efectivamente, não deve perder-se de vista que o Código Civil prevê para sobre a responsabilidade por recomendações, estabelecendo no n.º 1 do artigo 485.º que “os simples conselhos, recomendações ou informações não responsabilizam quem os dá, ainda que haja negligência da sua parte” (n.º 1), porém a “obrigação de indemnizar [existe quando] se tenha assumido a responsabilidade pelos danos, quando havia o dever jurídico de dar conselho, recomendação ou informação e se tenha procedido com negligência ou intenção de prejudicar, ou quando o procedimento do agente constitui factio punível”.

Não cabendo na presente exposição o desenvolvimento de tal previsão e apurar sobre os termos do enquadramento das “recomendações de investimento” previstas no CVM, sempre cumpre destacar o interesse que daí pode resultar, dada a diferente natureza das ditas “recomendações de investimento”, na medida em que aí se distinguem recomendações dirigidas ao público e recomendações personalizadas.

Sobre o regime previsto no artigo 485.º do Código Civil, cfr.: Agostinho Cardoso Guedes – “A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil”, *in* Revista de Direito e Economia, n.º 14, Universidade de Coimbra, 1988, págs. 135-165; Jorge Sinde Monteiro, “Responsabilidade por conselhos e informações”, Coimbra, Almedina, 1989, págs. 478 e segs. No contexto da responsabilidade no âmbito da informação bancária, atente-se na síntese de Luís Menezes Leitão, segundo o qual, em termos de responsabilidade civil, “esta poderá ter uma natureza contratual, no caso de obrigações de informação assumidas pelo Banco, (art. 798.º), delitual quando a responsabilidade resulte da violação do art. 485.º e ainda colocar-se a meio termo quando estejam em causa deveres específicos que não se reconduzem a obrigações” – aqui, segundo o mesmo autor, “trata-se da denominada *terceira via da responsabilidade civil*”. – Cfr. Luís Menezes Leitão, *Informação bancária e responsabilidade*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, II, Direito Bancário, Coimbra, 2002, p. 227.

daí a menção do CVM a “recomendações genéricas” (cfr. a al. f) do art. 291.º). Afigura-se que a denominação correcta seria a de “recomendações gerais”. Considerando os destinatários, o público, constituem “recomendações gerais”²⁵. A referência a “recomendações genéricas” aponta para o objecto das recomendações – a falta de precisão ou incisão quanto ao instrumento financeiro, à entidade emitente ou, mesmo, quanto ao preciso sentido da recomendação (em termos de decisão de investimento). A referência a “recomendações genéricas” haveria de ser reservada para as comunicações ao público que, ainda que incluindo uma sugestão de investimento, se referisse a informações sobre um instrumento financeiro ou uma entidade emitente sem a devida concretização ou identificação, em particular quando incluía uma referência genérica a categorias de instrumentos financeiros ou de entidades emitentes e por referência às áreas de negócio ou de actividade.

Com esta menção, pretende-se colocar em evidência o reconhecimento de informações dirigidas ao público contendo alguma sugestão de investimento, ainda que indirecta, e ainda que se referindo a instrumentos financeiros ou a entidades emitentes, não devem ser consideradas abrangidas pelo enquadramento normativo das “recomendações de investimento”. Tal circunscrição assume toda a importância para efeitos da delimitação das

²⁵ A generalidade das legislações de transposição de outros Estados membros consagra o conceito de “geral”. Na legislação espanhola, encontra-se a menção a recomendação “genérica” para identificar recomendações que não preenchem o conceito legal, na medida em que não revestem o carácter de determinação quanto aos instrumentos financeiros ou às emitentes – como acontece quando é feita uma referência ao investimento na “área financeira” ou “em ações”. No que se refere à recomendação de investimento como serviço auxiliar, é identificada na previsão relativa aos “serviços auxiliares” da al. e) do art. 141 da Ley del mercado de valores (após transposição da DMIF II): “*La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016*”. Ainda sobre o carácter “geral”, Filippo Annunziata, *ob. cit.* “*La disciplina...*”, págs. 108-109, a propósito do carácter personalizado da recomendação emitida na consultoria para investimento, considera como elemento distintivo de outros conselhos ou recomendações que se revestem do carácter de *generalité*, por serem dirigidos a vários destinatários ou por não se basearem na consideração específica das exigências e das características de determinado investidor. Sendo disso exemplo, a actividade dos estudos de investimento (*research*), a análise financeira ou outras formas de recomendações gerais relativas a operações sobre instrumentos financeiros – que podem considerar-se abrangidas pelo “serviço auxiliar” (no CVM, previsto na al. c) do art. 291.º). Assim, a alínea c) do art. 291.º, em vez de *recomendações genéricas* deveria referir-se a *recomendações gerais* por contraposição às *personalizadas* (do âmbito da consultoria para investimento).

actividades ou iniciativas de natureza comercial ou publicitária, bem como as relativas a declarações públicas no âmbito de entrevistas ocasionais com natureza de comentário, portanto não resultantes de um estudo ou análise técnica rigorosos²⁶.

As normas que positivaram a definição de “recomendações de investimento” e a sua previsão como serviço auxiliar dos serviços e actividades de investimento, interpretadas literalmente, impedem (quase) qualquer comunicação ou informação pública!

Na previsão das recomendações de investimento como “serviço auxiliar”, por um lado, incluem-se “estudos de investimento” e “análise financeira”, ambos, geradores de informação que fundamenta, de modo explícito ou implícito, sugestões, recomendações de investimento dirigidas ao publico, acrescentando “outras recomendações genéricas” – todas, relacionadas com operações em instrumentos financeiros. Com previsão algo coincidente, o revogado art. 12.º-A estabelecia constituírem “recomendações de investimento os relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação emitida por analistas independentes, empresas de investimento instituições de crédito, entidades cuja actividade principal seja formular recomendações e pessoas que neles exerçam a sua actividade profissional, em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público.”

Afigura-se que as recomendações ou sugestões objecto da previsão legal não-de decorrer de estudos ou análise revestidos de certos requisitos técnicos de análise,

²⁶ No que se refere à actividade jornalística, é objecto de previsão específica no Regulamento 596/2014 (MAR).

designadamente em termos de rigor e completude²⁷.

Efectivamente, partindo a norma da actividade da “análise financeira” (*research*) para delimitar as “recomendações de investimento”, não é compreensível que as declarações no âmbito de uma (mera) entrevista, com um carácter de análise circunstancial, não fundamentada em termos técnicos rigorosos, possa constituir uma “recomendação” equivalente à resultante de estudos técnicos específicos sobre determinado instrumento financeiro ou emitente e do qual resulte uma indicação (recomendação) de sentido quanto ao (des)investimento! Considerando a finalidade do regime das “recomendações de investimento”, no âmbito da regulamentação do “abuso de mercado” e prevenção do conflito de interesses, apenas se hão-de considerar abrangidas as recomendações que nos seus fundamentos tenham *densidade técnica*²⁸.

²⁷ Nesse sentido, e de modo explícito, na lei espanhola, a previsão relativa aos “serviços auxiliares”, a al. e) do art. 141 da Ley del mercado de valores (após transposição da DMIF II), a qual remete a definição para o art. 36 do Regulamento Delegado (EU) 2017/565: “*en cualquier caso, las recomendaciones que no cumplan las dos condiciones establecidas en el artículo 36.1 del Reglamento Delegado (UE) n.º 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, tendrán la consideración de comunicaciones publicitarias, debiendo las empresas de servicios y actividades de inversión que las presenten o difundan garantizar que se las identifica claramente como tales.*”

Además, la recomendación deberá contener una declaración clara y destacada, o en el caso de recomendaciones orales, medida de efecto equivalente, de que aquella no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones y de que no existe prohibición alguna que impida la negociación antes de la difusión del informe.”

²⁸ Neste sentido, e neste contexto normativo, o art. 15.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007 (intermediação financeira), procedeu a uma delimitação negativa das recomendações de investimento, estabelecendo que “*o intermediário financeiro que elabore ou divulgue recomendações que não respeitem o disposto no n.º 1 do artigo 309.º-D do Código dos Valores Mobiliários deve assegurar que aquelas: a) São identificadas como mensagens publicitárias; b) Incluem menção de que não foram elaboradas de acordo com os requisitos legais destinados a prevenir conflitos de interesses e a fomentar a independência das recomendações de investimento, não lhes sendo aplicável qualquer proibição de negociação antes da sua divulgação.*”

Considerando a revogação do art. 309.º-D do CVM operada pela Lei 35/2018, deve entender-se como: “o intermediário financeiro que elabore ou divulgue recomendações que não constituam “consultoria para investimento” nem “recomendações de investimento” deve assegurar que aquelas”. E, actualizando a referência às “recomendações de investimento”: considerando as definições do art. 3.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 e do art. 35.º do Regulamento Delegado (EU) 2017/565.

Na lei espanhola (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre - Ley del Mercado de Valores), no art. 140., g), no qual, após a transposição da DMIF II, deixou de constar a definição de [asesoramiento] “consultoria em matéria de investimento”, limitando-se a estabelecer:

“*g) El asesoramiento en materia de inversión. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo dispuesto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente al público.*”

Recomendações personalizadas. Contrato de consultoria para investimento - alguns aspectos.

Retomando o que vai exposto, a consultoria para investimento, incluída na tipificação dos “serviços e actividades de investimento”, trata-se da prestação de um serviço de investimento em instrumentos financeiros que consiste no aconselhamento personalizado a um cliente, portanto, de uma recomendação de investimento individualizada, personalizada²⁹.

A “consultoria para investimento”, originariamente prevista no CVM como serviço auxiliar de “consultoria para investimento em valores mobiliários”, integrava o elenco dos serviços auxiliar dos serviços de investimento, não lhe sendo reservada qualquer definição legal, tão só a concretização de se tratar de consultoria “prestada em base individual”, assente na “prestação de conselhos” – cfr. a redacção originária dos ns. 1 e 2 do art. 294.º CVM.

Como referido, aquando da transposição da DMIF I para o direito interno, a “consultoria para investimento” foi elevada à categoria de “serviço de investimento”, passando o CVM a incluir, no n.º 1 do art. 294.º, uma definição legal de “consultoria para investimento”, segundo a qual se entendia por consultoria para investimento “*a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do consultor relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros*”. O “aconselhamento personalizado”, concretizado pelo n.º 2 do mesmo art. 294.º, “[*existe quando*] *é feita uma recomendação a uma pessoa, na sua qualidade*

²⁹ Delimitando a consultoria para investimento da DMIF, o Acórdão do TJUE (Quarta Secção), de 31 de maio de 2018, processo C 542/16, apreciou o conceito de “consultoria para investimento”, excluindo do âmbito da consultoria para investimento como serviço de investimento em instrumentos financeiros, a consultoria prestada por mediador de seguros durante uma mediação de seguros para o investimento de capital no âmbito de um seguro de vida de capital, considerando que a consultoria relativa a esse elemento de investimento constitui uma actividade de mediação de seguros. Consequentemente, concluiu pela não abrangência no âmbito do quadro legal da DMIF, afirmando a sujeição ao quadro legal decorrente pela 2002/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 9 de Dezembro de 2002, relativa à mediação de seguros.

de investidor efectivo ou potencial, que seja apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento.”

De acordo com o n.º 3 do citado art. 294.º, na redacção resultante da mencionada transposição da DMIF I: *“Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público.”*

Conforme expressamente explicitado no considerando (14) do Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565 da Comissão³⁰, *“o aconselhamento sobre instrumentos financeiros dirigido ao público em geral não deve ser considerado um aconselhamento personalizado para efeitos da definição de «consultoria para investimento» prevista na [DMIF II]”*.

É elemento essencial da definição da consultoria para investimento que a recomendação ou conselho tenha natureza *aconselhamento personalizado* a um cliente, portanto, individualizado. Por outro lado, essa recomendação deve ser *determinada*, deve ter um *objecto determinado* - “transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros”. A referência a transacções é considerada no sentido de abranger conselhos relativos a decisões de investimento ou de desinvestimento ou não adopção de qualquer dessas decisões.

A recomendação personalizada é dirigida a um destinatário de acordo com a sua concreta situação, exigindo a lei que seja adequada a essa situação, adequação que a lei estatui como condição essencial para a emissão da recomendação, obrigando à abstenção da sua emissão no caso de não adequação, adequação que deve ser aferida com base na informação recolhida do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência, objectivos de investimento e situação financeira.

³⁰Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, que completa a DMIF II no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva.

O aconselhamento é apresentado como adequado para o cliente, considerando as suas características, daí o carácter personalizado, individualizado. Consequentemente, a recomendação não é considerada personalizada se for emitida exclusivamente ao público³¹.

A determinação pressupõe que o conselho seja específico, referindo-se a um determinado instrumento financeiro, pelo que não são abrangidas na consultoria para investimento as recomendações relativas a categorias, grupos ou tipologias gerais de instrumentos financeiros ou, por maioria de razão, as relativas a classes de activos (por exemplo, “categoria accionista”, “categoria obrigacionista”³².

³¹ No n.º 3 do art. 294.º, em transposição da DMIF II, foi substituída a redacção originária (baseada na DMIF I) de delimitação negativa que se referia “caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público” adoptando, reduzindo para “caso seja emitida exclusivamente ao público, na medida em que foi reconhecido que a existência de canais de distribuição pode não traduzir, sempre e necessariamente, uma despersonalização da recomendação.

Conforme expressamente explicitado no considerando (14) do Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565, “o aconselhamento sobre instrumentos financeiros dirigido ao público em geral não deve ser considerado um aconselhamento personalizado para efeitos da definição de «consultoria para investimento» prevista na [DMIF II]”. Tendo em conta o número crescente de intermediários que prestam aconselhamento personalizado através da utilização de canais de distribuição, há que clarificar que um aconselhamento prestado, ainda que exclusivamente, através de canais de distribuição, tais como a Internet, pode ser considerado um aconselhamento personalizado. Por conseguinte, situações em que, por exemplo, seja utilizada correspondência por correio eletrónico para prestar aconselhamento personalizado a uma determinada pessoa, em vez de dirigir a informação ao público em geral, podem ser consideradas consultoria para investimento.

O revogado artigo 309.º-D, relativo às recomendações de investimento tal como definidas no nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, referia-se a estas como “destinadas ou susceptíveis de serem divulgadas(..) como recomendações de investimento aos seus clientes ou ao público”, portanto, admitindo que recomendações destinadas aos clientes podiam assumir a natureza de “recomendações gerais” – contudo, não as assumindo necessariamente como tal, considerando que a primeira parte da norma situava o âmbito da sua aplicação às recomendações elaboradas “fora do âmbito do exercício da atividade de consultoria para investimento”.

Concretizando o aconselhamento personalizado e adequada à situação do cliente, cfr. o Acórdão do TJUE (Quarta Secção), de 30 de maio de 2013, processo C-604/11, no qual, com base na definição de consultoria para investimento fixada no ponto 4) do n.º 1 do art. 4.º da DMIF I, apreciou o enquadramento na consultoria para investimento da proposta por uma instituição bancária de um instrumento financeiro como um contrato de troca (*swap*) relativo às variações de taxa de juro, apreciando as obrigações daí recorrentes e do seu cumprimento, considerando que esse instrumento financeiro [*swap*] estava abrangido pelo âmbito de aplicação da DMIF I e considerou que o “facto de propor um contrato de troca a um cliente para cobrir o risco de variação da taxa de juro de um produto financeiro que esse cliente subscreveu constitui um serviço de consultoria para investimento se o aconselhamento referente à subscrição desse contrato de troca foi feito a esse cliente na sua qualidade de investidor, foi apresentado como sendo adequado para o referido cliente ou baseado na ponderação das circunstâncias a ele relativas e não for exclusivamente prestado através dos canais de distribuição ou destinado ao público”.

³² Neste sentido, cfr. Filippo Annunziata, *ob. cit.* “*La disciplina...*”, págs. 108-109.

Nesse sentido, a explicitação realizada no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, segundo o qual “a consultoria acerca de um tipo de instrumento financeiro não constitui consultoria para investimento para efeitos da [DMIF II]. Contudo, ainda que tal consultoria genérica não suscite o cumprimento pelo intermediário financeiro das obrigações especificamente aplicáveis à “consultoria para investimento”, tal não significa que a emissão de conselhos genéricos desonera o intermediário financeiro do cumprimento das suas obrigações gerais de conduta³³.

Como referido, com a passagem da consultoria para investimento à categoria de “serviço de investimento”, a “consultoria instrumental ou acessória”, anteriormente não qualificada como serviço auxiliar, passou a integrar a “consultoria para investimento” – como referido, situação típica das recomendações ou conselho no âmbito do serviço de recepção de ordens para execução.

Consequentemente, afigura-se que sendo a “consultoria instrumental” de outros serviços de investimento, haverá de apurar se são preenchidos os requisitos da personalização e da determinação para efeitos de aferir a sua consideração como “consultoria para investimento”. Diversamente, tratando da prestação e informações e recomendações genéricas, desprovidas da mencionada personalização ou determinação,

³³ Neste sentido, atente-se na explicitação constante do mesmo Regulamento Delegado (UE), no seguimento do reconhecimento da não abrangência na consultoria para investimento da consultoria acerca de um tipo de instrumento financeiro:

“No entanto, se uma empresa de investimento prestar consultoria genérica a um cliente acerca de um tipo de instrumento financeiro que apresente como adequado para ele ou que se baseie numa ponderação das circunstâncias do mesmo e se essa consultoria não for efetivamente adequada para o cliente em causa ou não se basear numa ponderação das suas circunstâncias específicas, a empresa é suscetível de estar a atuar em infração do artigo 24.º, ns. 1 ou 3, da [DMIF II]. Em especial, uma empresa que preste essa consultoria a um cliente estará provavelmente a infringir o requisito previsto no artigo 24.º, n.º 1, no sentido de atuar de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes. De modo análogo, essa consultoria constituirá provavelmente uma infração do requisito previsto no artigo 24.º, n.º 3, que determina que todas as informações enviadas pelas empresas de investimento aos seus clientes devem ser corretas e claras e não induzir em erro.”

deve considerar-se não abrangida no âmbito da consultoria de investimento³⁴.

Em termos práticos, a dita “consultoria instrumental”, quando revista natureza personalizada e determinada, implicará a sua qualificação como “consultoria para investimento” na generalidade dos serviços de investimento de que seja acessória ou instrumental.

Apenas no serviço de ordens para mera execução, dito *execution-only*, é liminarmente afastada a *presença* da consultoria para investimento³⁵.

Adicionalmente, mesmo a consultoria individualizada “genérica”, enquanto preparatória da (efectiva) consultoria para investimento (individualizada e sobre determinado instrumento financeiro), foi objecto de previsão específica pelo Regulamento Delegado 2017/565, considerando que “os atos executados por uma empresa de investimento e que tenham um carácter preparatório em relação à prestação de um serviço de investimento ou à realização de uma atividade de investimento devem ser considerados uma parte integrante desse serviço ou atividade”, incluindo nesses actos “por exemplo, a prestação por uma empresa de investimento de consultoria genérica a clientes ou clientes potenciais, antes da prestação da consultoria

³⁴ Assim, não devem considerar-se “consultoria para investimento” as referências genéricas dirigidas especificamente a um ou mais (grupo) clientes, informando sobre a existência de certos instrumentos financeiros ou entidade emitentes (v.g. oferta pública de subscrição) quando não seja tida em conta a situação pessoal do cliente, portanto, quando não assente num juízo de adequação do investimento ao Cliente. De igual modo, não deve constituir consultoria a prestação de informações no âmbito da prestação do serviço de ordens para transacção (negociação), no âmbito das conversas com o Cliente sobre o mercado e a evolução de certos títulos, assim daí não resulte a consideração de que o investimento (ou desinvestimento) em certo instrumento financeiro é adequado a esse Cliente. Não se incluem as recomendações de carácter genérico e não personalizadas que se podem realizar no âmbito da comercialização de instrumentos financeiros, deve considerar-se que essas recomendações têm o valor de comunicações de carácter comercial.

A consultoria, enquanto recomendação personalizada, deve apresentar-se como “adequada” ao Cliente, tendo em conta as suas circunstâncias pessoais e deve consistir numa recomendação para realizar alguma das seguintes operações: i) Comprar, vender, subscrever, trocar, reembolsar, manter um instrumento financeiro específico; ii) Exercer ou não qualquer direito conferido por um instrumento financeiro determinado para comprar, vender, trocar ou reembolsar um instrumento financeiro.

³⁵ Como destaca Filippo Annunziata, *ob. cit.* “*La disciplina...*”, págs. 108-109 e pág. 192-193. Sobre a *execution-only* e feita referência, *infra*, a propósito da avaliação da adequação no âmbito da consultoria para investimento.

para investimento ou de qualquer outro serviço ou atividade de investimento ou durante essa prestação.”³⁶

Do que vai exposto, pode afirmar-se a conformação da prestação de serviços de investimento por um princípio de atracção da consultoria para investimento!

A consultoria para investimento - forma do contrato.

No âmbito dos “serviços e actividades de investimento”, a consultoria para investimento, reveste-se de alguns traços específicos de regime, dos quais se destacam, por um lado, a não sujeição do serviço de consultoria para investimento à celebração de um contrato escrito; por outro lado, as exigências reforçadas de recolha de informação sobre cliente pelo intermediário financeiro, na medida em que, nos termos do n.º 1 do art. 321.º (*Contratos com investidores*), (apenas) “os contratos relativos aos serviços previstos nas alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º, e nas alíneas a) e b) do artigo 291.º e celebrados com investidores profissionais ou não profissionais revestem a forma escrita e só estes podem invocar a nulidade resultante da inobservância de forma, devendo cumprir as exigências previstas em regulamentação e atos delegados da [DMIF II]”. Consequentemente, resulta excepcionado da exigência de forma escrita o serviço de consultoria para investimento, previsto na alínea f) do n.º 1 do art. 290.º.

A consultoria para investimento – a adequação da recomendação.

Com origem na DMF I³⁷, no âmbito da prestação de qualquer dos serviços de investimento, em sede de obrigações pré-contratuais, é imperativa a obtenção de informações do cliente pelo intermediário financeiro quanto aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao

³⁶ Cfr. o considerando (16) do Regulamento de Execução da DMIF II. Sobre esta questão, cfr. Paulo Câmara, *ob. cit. “Manual...”*, pág. 453.

³⁷ Cfr. os ns. 4, 5 e 6 do art. 19.º da DIMF I.

Cfr. Paulo Câmara, *ob. cit. “Manual...”*, pág. 410 e segs. para um completo enquadramento da génese e regime da adequação.

tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado, de modo a permitir ao intermediário determinar se o produto ou o serviço de investimento considerado lhe é mais adequado³⁸. É excepcionado desta avaliação a prestação exclusiva dos serviços de receção e transmissão ou execução de ordens do cliente relativamente a instrumentos financeiros não complexos, ainda que acompanhada pela prestação de serviços auxiliares, portanto, quando se trate um serviço de ordens em regime de mera execução, habitualmente denominado *execution-only* - aplicável quando o objecto da ordem sejam instrumentos financeiros não complexos e cumpridos requisitos adicionais.

Na generalidade do direito dos Estados membros, a *duplicidade* dos mencionados regimes de avaliação da adequação, são identificados de modo distinto: a avaliação com base na informação sobre os conhecimentos e experiência do cliente (aplicável à generalidade dos serviços de investimento), como *appropriateness test*; a avaliação específica da consultoria para investimento e do serviço de gestão de carteiras, que inclui a informação sobre a situação financeira e os objectivos de investimento do cliente, como *suitability test*³⁹.

³⁸ No que respeita aos efeitos do incumprimento pelo intermediário financeiro das obrigações relativas à apreciação da adequação, as DMIF não consagraram soluções de conformação do direito interno dos Estados membros. Cfr. o Acórdão do TJUE (Quarta Secção), de 30 de maio de 2013, processo C-604/11, no qual, apreciando sobre a consultoria de investimento e a obrigações de determinação da “adequação”, por referência ao incumprimento das obrigações, idênticas às da DMIF II, decorrentes dos ns. 4 ou 5 do art. 19.º da DMIF I, quanto a saber se esse incumprimento determina a nulidade absoluta dos contratos em causa ou se se trata de um vício de consentimento do cliente susceptível de regularização, considerou que a DMIF I “não precisa que os Estados-Membros devem prever consequências contratuais no caso da celebração de contratos que não respeitam aquelas obrigações que decorrem das disposições de direito nacional que transpõem os referidos ns. 4 e 5 do artigo 19.º, nem quais poderiam ser essas consequências. Perante a inexistência de legislação da União na matéria, compete à ordem jurídica interna de cada Estado-Membro regular as consequências contratuais da violação dessas obrigações, sem prejuízo do respeito dos princípios da equivalência e da efetividade (v., neste sentido, acórdão de 19 de julho de 2012, Littlewoods Retail e o., C-591/10, n.º 27 e jurisprudência referida)”. Idêntica falta de previsão, verifica-se na DMIF II. Portanto, incumbe à ordem jurídica interna de cada Estado-Membro regular as consequências contratuais que devem resultar do incumprimento dos deveres relativos à “avaliação da adequação”.

³⁹ Ainda que a DMIF I, nos ns. 4 e 5 do art. 19.º apenas fizessem menção a “adequação”, a Directiva de Execução 2006/73, nos artigos 34.º a 37.º consagra a explícita distinção entre a avaliação da adequação e a avaliação do carácter adequado e a avaliação do carácter apropriado. A DMIF II, nos ns. 2 e 3 do art. 25.º, apenas se refere à adequação, tendo o Regulamento Delegado (UE) 2017/565, nos arts. 54.º e 55.º, as respectivas epígrafes referem-se à “avaliação da adequação”, fazendo uma menção ao carácter “apropriado” no n.º 1 do art. 55.º.

A título exemplificativo, da distinção entre os dois testes, o direito espanhol consagra a avaliação da "idoneidade" e da "conveniência" e o direito italiano, a avaliação da *appropriatezza* e da *adeguatezza*⁴⁰.

A DMIF II⁴¹, no seguimento da solução já preconizada pela DMIF I, estabelece que, na prestação de serviços de investimento, "*as empresas de investimento solicitam ao cliente ou potencial cliente que lhes forneça informações sobre os seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado, de modo a permitir à empresa determinar se o produto ou o serviço de investimento considerado lhe é adequado*". Se, com base nas informações recebidas, o intermediário financeiro considerar que o produto ou serviço não é adequado, deve avisar o cliente. Também no caso de o cliente ou cliente potencial decidir não fornecer as informações, ou não fornecer informações suficientes, sobre os seus conhecimentos e experiência, o intermediário financeiro deverá avisar de que essa decisão não permitirá à empresa determinar se o produto ou serviço de investimento considerado lhe é adequado, podendo os ser feitos em formato normalizado, não sendo exigido um aviso "personalizado".

No que se refere aos serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento deve obter, ainda, informações relativas à sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e aos seus objetivos de investimento, incluindo a

⁴⁰ Cfr. os artigos 72 e 73 do Real Decreto 217/2008, de 15 de Fevereiro, sobre a "avaliação da idoneidade" e "avaliação da conveniência", sendo o teste de idoneidade o aplicável aos serviços de consultoria (*asesoramiento*) e gestão de carteiras e o de *conveniência* à generalidade dos demais serviços; cfr. os artigos 40 a 42 do *Regolamento intermediari* da CONSOB, de 15 de Fevereiro de 2018, (que regulamenta o Decreto Legislativo de 24 de Fevereiro de 1998, n. 58 – Texto Único em Matéria de Intermediação Financeira – abreviadamente, TUF).

Sobre a diferenciação entre as regras de "adequação" (*adeguatezza*) e "apropriação" (*appropriatezza*), cfr. Filippo Annunziata, *ob. cit.* "La disciplina ...", págs. 146 e segs.

⁴¹Cfr. os ns. 3 e 4 do art. 25.º da DMIF II e o art. 314.º do CVM.

Do (novo) contexto da DMIF II, resultou diminuído o âmbito dos instrumentos financeiros não complexos, portanto, dos instrumentos que podem ser objecto de transacção no regime *execution-only*.

No âmbito da DMIF II, sobre a adequação, cfr.: Cfr. ESMA35-43-869 – Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements – 28.5.2018.

sua tolerância ao risco, de modo a permitir à empresa de investimento recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados e, em particular, mais consentâneos com o seu nível de tolerância ao risco e a sua capacidade para suportar perdas⁴².

Conforme o considerando (82) da DMIF II, (82), “ao prestar serviços de consultoria para investimento, a empresa de investimento deverá especificar, por meio de um documento escrito relativo à adequação, o modo como o aconselhamento prestado corresponde às preferências, necessidades e outras características do cliente não profissional. O documento deverá ser fornecido num suporte duradouro incluindo num formato eletrónico. Incumbe à empresa de investimento proceder à avaliação da adequação e fornecer um relatório de adequação exato ao cliente e deverão ser criadas garantias apropriadas para garantir que o cliente não seja prejudicado pelo facto de o relatório apresentar a recomendação pessoal de forma inexata ou não equitativa, incluindo no que respeita à adequação da recomendação fornecida em relação ao cliente e aos inconvenientes da estratégia recomendada.

⁴² Cfr. o n.º 2 do art. 25.º da DMIF II e o art. 314.º-A do CVM.

Os deveres obtenção de informações sobre o cliente resultam agravados para aqueles serviços em que o intermediário financeiro tem uma interferência de relevo na formação da vontade conducente à efectivação de operações de investimento, ao recomendar investimentos no serviço de consultoria personalizada, e de substituição da vontade do cliente, no caso da tomada de decisões de investimento no serviço de gestão de carteiras - cfr. Luís Bandeira, ob cit. “A renovada crise...”, pág. 175.

Da DMIF II, de onde resultou um alargamento da previsão relativa à consultoria para investimento e à gestão de carteiras quanto à obtenção de informação sobre a situação financeira e os objectivos de investimento, tendo sido aditado, respectivamente, a menção “incluindo a sua capacidade para suportar perdas” e “incluindo a sua tolerância ao risco”. O regime de avaliação da adequação é objecto de concretização através dos artigos 54.º e 55.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 - Cfr. ESMA - *Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA35-43-869, 28.5.2018.

Sobre a responsabilidade do intermediário financeiro no caso de falta de adequação, cfr. in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, Almedina, 2017: Manuel A. Carneiro da Frada – *A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros*, pág. 401 e segs.; Margarida Azevedo Almeida – *A responsabilidade civil de intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros*, pág. 411 e segs.

Em sede da DMIF II, de acordo com o Regulamento Delegado 2017/565, sempre que, ao prestar um serviço de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, uma empresa de investimento não obtém as informações necessárias, essa empresa não deve recomendar os serviços de investimento ou instrumentos financeiros ao cliente ou potencial cliente. No caso de a avaliação resultar na “não adequação”, o intermediário financeiro não deve recomendar ou decidir negociar⁴³.

Na redacção resultante da transposição da DMFI I, o CVM, estabelece, nos artigos 314.º a 314.º-A, a obrigação de o intermediário financeiro realizar a “apreciação do carácter adequado da operação”, o referido dever de recolha de informação do cliente por parte do intermediário financeiro

⁴³ A mencionada solução tem origem na DMIF I – cfr. o n.º 4 do art. 19.º, no qual era estabelecido que a recolha de elementos relativos à situação financeira e objectivos de investimento era “de modo a permitir à empresa recomendar...”. Em transposição da DMIF I, o n.º 3 do art. 314.º-A, estabelecia: “Se o intermediário financeiro não obtiver a informação necessária para a operação em causa, não a pode recomendar ao cliente.”

Sobre o alcance desta “inibição” legal de recomendar (na redacção do n.º 3 do art. 314.º-A resultante da DMIF I), em termos da gestão de carteiras, cfr. Paulo Câmara, *ob cit.* “Manual...”, págs. 418-419, para quem “a proibição de prestação do serviço também se aplica à gestão de carteiras em que não há propriamente recomendação, mas execução em regra discricionária de decisões de investimento”.

Os ns. 8 e 10 do art. 55.º do Regulamento Delegado estabelecem, no âmbito da consultoria para investimento e da gestão de carteiras, as consequências para o caso em que o intermediário financeiro “não obtenha as informações necessárias” e para o caso de a avaliação traduzir que “nenhum dos serviços ou instrumentos é adequado para o cliente”, respetivamente, o intermediário financeiro “não deve recomendar os serviços de investimento ou instrumentos financeiros ao cliente ou potencial cliente” e “não deve recomendar ou decidir negociar”.

Estas soluções da DMIF II, aportam (alguma) maior clareza as mencionadas consequências, as quais, na vigência da DMIF I resultaram ambíguas quanto à actuação devida (ou inibida) pelo intermediário financeiro no âmbito da consultoria para investimento e da gestão de carteiras. Efectivamente, a DMIF I, no n.º 4 do art. 19.º, estabelecia que o intermediário financeiro devia obter as informações, “de modo a permitir à empresa recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados”. A Directiva de Execução da DMIF I, no n.º 1 do art. 35.º, justificava a obtenção das informações “para poder considerar que a operação específica a recomendar ou a iniciar, no decurso da prestação de um serviço de gestão de carteiras” daria satisfação às características relativas à informação recolhida (conhecimento, experiência, situação financeira e objectivos de investimento), estabelecendo o n.º 5 que não [obtendo] as informações requeridas” não recomendará ao cliente ou cliente potencial serviços de investimento ou instrumentos financeiros” – ao circunscrever à questão da (não) recomendação, isto é, estabelecendo a consequência que, de modo natural, sempre decorreria das diversas regras que conformam a prestação de serviços de investimento pelo intermediário financeiro – mais, sempre decorreria dos princípios gerais do direito dos contrato -, não explicitava a consequência relativamente à gestão de carteiras, a qual, para parte significativa da doutrina, assentava na proibição da prestação do serviço de gestão de carteiras.

para a realização de tal avaliação da adequação, dito, teste de adequação, portanto, impondo que intermediário financeiro conheça de modo concreto, efectivo, o cliente no âmbito da prestação dos serviços de investimento⁴⁴.

No que se refere à situação de não obtenção de informação (ou insuficiente) do cliente e à de avaliação resultante em não adequação, o CVM, através da Lei n.º 35/2018, no n.º 3 do art. 314.º-A, passou a prever, através de um fórmula única: “Se o intermediário financeiro não obtiver a informação necessária para a avaliação da adequação do serviço ou operação em causa ou se considerar que não é adequado, não pode realizar ou recomendar o referido serviço ou operação ao cliente.”

Qual o sentido da previsão do CVM perante a solução consagrada no Regulamento Delegado (UE) 2017/565?

Dos termos da solução adoptada no n.º 3 do art. 314.º-A, quanto à consultoria, a solução (da DMIF e do CVM), em termos de protecção do investidor, afigura-se inócua, nada acrescentando às mencionadas regras e princípios gerais de conduta que conforma a actividade do intermediário financeiro e que conformação os contratos, na medida em que a falta ou insuficiência de informação sobre o cliente, impede a formulação de conselhos personalizados adequados – elemento essencial da definição da consultoria para investimento. Por maioria de razão, o mesmo impedimento está presente quanto a recomendações inadequadas!

⁴⁴ Ainda que a distinção esteja subjacente aos dois regimes integrantes da mesma subsecção de “avaliação do carácter adequado da operação”, o CVM, já aquando da transposição da DMIF I, denominou de modo unitário como “teste de adequação”, solução mantida no âmbito da transposição da DMIF II. Efectivamente, no CVM não se encontra uma distinção formal entre o *appropriateness test* e o *suitability test*.

Sobre esta falta de distinção, cfr. Paulo Câmara, – *ob. cit.* “Manual...”, págs. 418, e “Os deveres de categorização...”, págs. 314 e segs.

No Acórdão do TJUE (Quarta Secção), de 30 de maio de 2013, processo C-604/11, a propósito da obrigação de proceder à apreciação prevista no n.º 4 ou no n.º 5 do artigo 19.º da DMIF I, consoante se trate de consultoria para investimento, de serviços de gestão de carteiras ou de outros serviços de investimento enumerados no anexo I, secção A, da directiva, destaca que são qualificadas nos artigos 35.º a 37.º da Directiva 2006/73, segregando entre apreciações da *idoneidade* e carácter *adequado* do serviço.

Quanto à gestão de carteiras, o CVM, ao adoptar a expressão “não pode realizar”, veio consagrar a corrente doutrinal que vinha afirmando a proibição da gestão de carteiras no caso de falta ou insuficiência de informação ou de inadequação, solução que dependendo da interpretação e aplicação que faça das regras de realização dos teste de adequação pode resultar numa excessiva ou, mesmo, inaceitável limitação da autonomia privada, na medida em que negue a autonomia da vontade⁴⁵. Contudo, a proibição, é o entendimento expresso pela ESMA, segundo a qual “sem a informação, as empresas não podem prestar o serviço de consultoria e de gestão de carteiras aos clientes”⁴⁶!

Tal solução afigura-se natural quanto à emissão de recomendações, considerando que devem ser personalizadas, mas afigura-se excessiva no caso de traduzir uma absoluta negação da autonomia da vontade. Assim, na hipótese de, por falta ou insuficiência de informação não ser possível aferir da adequação, poderá o cliente, de modo firme, pretender que seja prestado um serviço de gestão com um certo tipo de política de investimentos – declarando e assumindo a responsabilidade pelos efeitos que daí decorram.

Quanto a uma proibição de prestação do serviço de gestão quando o resultado do teste de avaliação da adequação for não adequado”, também em nome da defesa da autonomia da vontade, deve ser objecto de cuidada interpretação e aplicação, em termos de tutela da vontade⁴⁷.

⁴⁵ Sobre a crise da autonomia da vontade no contexto dos contratos relativos aos serviços de investimento, cfr. Luís Bandeira, ob. cit. “*A renovada crise...*”, onde, acompanhando Fernando Araújo (*Teoria económica do contrato*, Almedina, 2007, págs. 433 e segs. e pág. 488), há que aferir e reflectir se não estamos, nalguns sectores, a caminhar para a implementação de um “estado paternalista” e para uma “cultura lamurienta” em que o legislador passa um “atestado de menoridade à população”. Podendo acrescentar-se que a visada protecção, em muitos casos, acaba por ser desvirtuada, quer relativamente àqueles destinatários concretos que a têm de suportar contra a sua vontade, quer daqueles destinatários que dela procuram tirar proveito abusivo.

⁴⁶ Cfr. ESMA35-43-869 – Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements – 28.5.2018.

⁴⁷ No documento Cfr. ESMA35-43-869 – *Final Report - Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* – 28.5.2018, no qual não se vislumbra posição para o caso de não adequação, retirando-se da proibição declarada para o caso de falta ou insuficiência de informação para a realização do teste de adequação, análoga proibição para o caso de o resultado do teste ser a “não adequação..

A realização de teste de adequação padronizados, assenta, em regra, questões e respostas automatizadas, tratadas com base em fórmulas que incluem pressupostos financeiros de parametrização dos termos do que é o melhor interesse do investidor, tendo por base um cidadão-médio – sendo que grande parte dos elementos tratados tendem a ser homogeneizados nos testes realizados nas diversas instituições, na medida em que se adensem as orientações de entidades relevantes, como a ESMA⁴⁸.

Sem caber aqui maior desenvolvimento, haverá que respeitar um critério de adequação *subjectivo* em vez de um (totalitário) critério de adequação *objectivo*⁴⁹.

Como provocação à reflexão em sede da autonomia privada, apenas se deve aceitar uma proibição de contratação do serviço de gestão que constitua uma medida substitutiva ou, talvez, preventiva, da celebração de um negócio, não com vício da vontade, mas de divergência entre a vontade e a declaração!⁵⁰

⁴⁸ Naturalmente que, reconhecidas soberanas competências à ESMA, o intérprete nacional quedará dispensado de aturado processo interpretativo, na medida da conformação dos ordenamentos jurídicos dos Estado membros à interpretação que seja decretada. Nesse sentido, em Itália, relativamente à CONSB, a referência de Filippo Annunziata, *ob cit.* “La disciplina...”, pág. 149, à recepção dessas “Guidelines” pela CONSOB.

Consequentemente, o que vai exposto apenas constitui mero exercício de raciocínio!

⁴⁹ Efectivamente, a realização de um teste normalizado que inclua elementos sobre o património e disponibilidades financeiras do cliente-investidor e sobre as suas necessidades pessoais, familiares e profissionais, a satisfazer com tais elementos patrimoniais-financeiros, poderá conduzir a que determinado serviço de gestão, assente num determinado “modelo de gestão” (considerando as práticas dos intermediários financeiros, em regra, oferecem um conjunto de modelos de gestão para diversos tipos de perfis de investidor), resulte não adequado para o cliente-investidor objecto do teste de adequação, dado o perfil de investidor resultante do dito teste. Contudo, as circunstâncias pessoais, concretas, não reflectidas na estrutura padronizada do teste, podem obrigar uma correcção ou reformulação dos termos da avaliação, portanto da conclusão sobre a (in)adequação, devendo incluir a concreta e real vontade do cliente. Exemplificativamente: um cliente com limitadas disponibilidades patrimoniais e financeiras, essenciais para a satisfação das necessidades da sua vida pessoal-familiar (v.g. cumprimento de obrigações de natureza financeira de diversa índole, como seja, relativas a habitação, saúde e educação), mas que, concomitantemente, tem como objectivo máximo a multiplicação dessas disponibilidades em várias vezes o seu montante, pode, em consciência querer uma política de investimentos (o dito modelo de gestão), altamente arriscado quanto às possibilidade de perda total, risco que pode querer, por sua vontade firma, querer assumir, com vista ao seu “objectivo de investimento”, a saber, a multiplicação por n do valor do investimento.

⁵⁰ Como nota final, a tratar-se de uma “proibição de contratação” da gestão, no caso de não adequação, então, a solução adoptada no CVM, de que o intermediário financeiro “não pode realizar o referido serviço” será mais apropriada que a prevista no n.º 10 do art. 55.º do Regulamento delegado que estabelece que “não deve decidir negociar”, na medida em que a decisão de negociação se localiza no contexto da execução um serviço de gestão de carteiras, isto é, pressupõe que tenha sido celebrado o contrato. Tudo, sob reserva de análise minuciosa do texto das normas relevantes de acordo com a língua das diversas versões da Directiva, que aqui não se desenvolveu.

