



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Inês Gabriela Oliveira Bastos

**DMIF II E A PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES: A
CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO
INDEPENDENTE**

**Dissertação no âmbito do Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais, com
menção em Direito Empresarial orientada pela Professora Doutora Maria
Inês Viana Oliveira Martins e apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de Coimbra.**

Julho de 2019



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE
COIMBRA

Inês Gabriela Oliveira Bastos

DMIF II e a proteção dos investidores: consultoria para investimento independente

MiFID II and investor protection: independent investment advice

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Direito Empresarial, com menção em Direito Empresarial

Orientada pela Professora Doutora Maria Inês Viana Oliveira Martins

Coimbra, 2019

*Aos meus pais,
por sempre acreditarem em mim.*

*Ao meu irmão,
por ser um exemplo a seguir.*

*Ao Cassiano,
por todo o apoio incondicional.*

RESUMO

A proteção dos investidores é um dos objetivos primordiais do direito dos mercados financeiros. Esta proteção aumenta a confiança dos investidores permitindo a estabilidade dos respetivos mercados.

A DMIF II introduziu nos ordenamentos jurídicos dos Estados-membros o conceito de consultoria para investimento independente. No entanto, o estudo deste novo tipo de consultoria tem sido realizado de forma superficial e genérica, focando apenas nas questões da informação e da remuneração. Urge, com a mudança do paradigma da política monetária e económica, com o assumir dos mercados financeiros um papel mais central na economia global, um estudo mais aprofundado do normativo legal apresentado pela DMIF II de forma a estabelecer os limites de competências e responsabilidades por parte de cada um dos *stakeholders* do mercado financeiro.

Esta dissertação contribuí para a anterior questão, ao abordar as insuficiências da consultoria “tradicional” no que toca à proteção do investidor e identifica potenciais conflitos de interesses. Em simultâneo, tenta responder ao quesito sobre se a consultoria para investimento independente é suficiente para colmatar as faltas da anterior consultoria.

Com a presente dissertação pretende-se inserir no pensamento jurídico novas questões que permitam antever consequências da consultoria independente no ordenamento jurídico, em matéria de conflitos de interesses e entender se a sua aplicação aumenta a proteção dos investidores.

Palavras-chave: DMIF II, proteção dos investidores, consultoria para investimento, independente, conflitos de interesses.

ABSTRACT

Investor protection is one of the primary objectives of financial market law. This protection increases investor's confidence by allowing market stability.

MiFID II introduced in the Member States' legal systems the concept of independent investment advice. However, the study of this new type of consultancy has been made in a superficial and generic way, with focus at the information and remuneration issues. With the change of the monetary and economic policy paradigm, where financial markets plays a more central role in the global economy, there is a need to deepen the study of the legal norms presented by MiFID II in order to establish the limits of competences and responsibilities on the part of each one of the financial market's stakeholders.

This dissertation contributes to the previous issue by addressing the shortcomings of the "traditional" consultancy regarding investor protection and identifies potential conflicts of interest. Simultaneously, tries to unfold if independent investment advice is enough to compensate the shortcomings of the previous consultancy.

This dissertation presents a new input into the legal thinking that allows to foresee consequences of independent advice into the legal framework, in what concerns the conflicts of interest and to understand whether if its application increases investors protection.

Key words: MiFID II, investor protection, investment advice, independent, conflicts of interest.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

CC	–	Código Civil
Cfr.	–	Conferir
CMVM	–	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNSF	–	Conselho Nacional de Supervisores Financeiros
CVM	–	Código de Valores Mobiliários
Diretiva Delegada DMIF II	–	Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016
DMIF I	–	Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004
DMIF II	–	Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros
ESMA	–	<i>European Securities and markets Authority</i>
IOSCO	–	<i>International Organization of Securities Commission</i>
Ob. Cit.	–	Obra Citada
p.	–	Página
pp.	–	Páginas
RDR	–	<i>Retail Distribution Review</i>
RMIF	–	Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, sobre mercados de instrumentos financeiros
Regulamento Delegado DMIF II	–	Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016

Índice

RESUMO	iii
ABSTRACT	v
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	vii
I. Introdução	1
II. Enquadramento	5
III. Consultoria para investimento	9
1. Consultoria para investimento incidental.....	13
1.1. Consultoria vs. Recomendações genéricas de investimento	19
2. A não obrigação do contrato revestir a forma escrita	20
3. O antes e o depois da nova Diretiva: traços gerais do regime.....	24
3.1. Avaliação da adequação.....	27
3.2. As três questões específicas que o consultor tem de responder.....	31
4. A aplicação do termo ‘independente’	37
5. A consultoria para investimento independente em Portugal	40
IV. Conflitos de interesses.....	43
1. <i>Credence goods</i>	46
2. Definição	48
2.1. Situações de conflitos de interesses	52
2.2. Interesse	54
2.3. A discricionariedade da decisão	54
2.4. O dever de prosseguir o interesse do cliente	55
2.4.1. Dever de lealdade.....	55
2.5. Proposta de definição.....	57
3. Prevenção de conflitos de interesses	58
3.1. <i>Compliance</i>	59
3.1.1. <i>Corporate governance</i> e a remuneração dos administradores	62
3.2. <i>Chinese walls</i>	63
3.3. Deveres de divulgação	64
3.3.1. A reputação como incentivo ou impedimento ao dever de divulgação	67
4. Regulação	69
V. Conflitos de interesses e a consultoria para investimento independente	71
VI. Conclusão	81
VII. Bibliografia	83
VIII. Jurisprudência	89

I. Introdução

A proteção dos investidores nos mercados financeiros é um dos ‘pilares’ do Direito dos Mercados Financeiros, procurando o legislador e a doutrina formas de garantir, em particular no que concerne à emergência de conflitos de interesses na relação entre os intermediários financeiros e os seus clientes-investidores.

A DMIF II¹ foi desenvolvida após a crise financeira global de 2007 numa tentativa de suplantar as deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros (cfr. considerando (4) da DMIF II²) ao alterar o paradigma regulatório e tentar, assim, evitar uma nova crise de dimensões globais como a que sucedeu nos princípios deste século.

Esta mudança de paradigma tem especial relevo no serviço de consultoria para investimento, que com a implementação da nova Diretiva vê os deveres de informação a si associados a aumentarem, bem como o surgimento de uma nova modalidade de consultoria para investimento que procura (através do aumento dos referidos deveres de informação) prevenir a emergência de conflitos de interesses e o aumento da proteção dos investidores – consultoria para investimento independente. Este vai ser o mote do nosso excursus: o que é a consultoria para investimento independente e qual o seu papel no novo desenho que o legislador europeu traçou para os mercados financeiros.

A DMIF II estabeleceu a transposição até 3 de julho de 2017 e é aplicável, juntamente com o RMIF, a partir de 3 de janeiro de 2018 (n.º 7 do artigo 1.º da Diretiva (UE) n.º 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016). Com vista a melhorar a eficiência, resistência e integridade dos mercados financeiros, estes

¹ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (publicada a 12 de junho de 2014 no Jornal Oficial da União Europeia), que veio substituir a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho.

² “A crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. A evolução dos mercados financeiros realçou a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros, [...], a fim de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas.” (Considerando (4) da DMIF II)

dois diplomas modificam o quadro legislativo aplicável às entidades que prestam serviços de investimento na UE.

De forma sumária, a DMIF II e o RMIF visam a criação de novas regras de conduta respeitantes à prestação de serviços de investimento, à proteção dos investidores, à estrutura de mercado, supervisão e regime de sanções, bem como, à prevenção de conflitos de interesses; enviesa a *praxis* financeira para o interesse dos clientes e, em simultâneo, garante o funcionamento dos mercados financeiros.

A presente dissertação visa o estudo mais aprofundado deste novo tipo de consultoria para investimento, aprofundando, numa primeira fase, a consultoria para investimento ‘tradicional’, comparando seguidamente os dois tipos de consultoria, e apresentando as novidades que a DMIF II traz ao direito e quais as consequências práticas que a consultoria para investimento tem ao nível da proteção dos investidores, sem esquecer, por fim, da sua relação com a emergência de conflitos de interesses, abordando esta temática que sobre alterações profundas no seu quadro normativo com a nova regulação. Assim, devido à grave crise do século XXI, não existem dúvidas da importância de reforçar o quadro de estabilidade financeira mundial, e particularmente, no que nos diz respeito, europeu. O presente excuro faz um estudo analítico das formas de alcançar esta estabilidade, considerando as externalidades negativas provocadas pelos conflitos de interesses e procurando formas de ultrapassar estes conflitos, quer sejam individuais ou coletivos.

Verdadeiramente, entendemos que a presente dissertação insere no pensamento jurídico novas questões práticas, de carácter atual e essencial para o eficaz funcionamento dos mercados financeiros, que só é alcançado se a proteção dos investidores for garantida. O presente excuro permite uma análise mais profunda da consultoria para investimento independente, aliada à realidade prática, observando as falhas da DMIF I e debruçando-se sobre as melhorias (ou não) que a DMIF II vem apresentar nesta matéria que influencia a vida dos investidores e do sistema financeiro.

De referir, que a grande alteração entre a consultoria para investimento e a consultoria para investimento independente encontra-se ao nível da remuneração do intermediário financeiro. Sendo a remuneração um dos principais focos que levam ao aparecimento de conflitos de interesses: será que esta nova figura permite afastar os

conflitos de interesses que mais das vezes surgem na tradicional consultoria para investimento? Ou será que estamos perante uma forma de evitar conflitos de interesses? Ou, ainda, esta nova figura criará novos conflitos de interesses?

A presente dissertação problematiza as novas questões que a consultoria para investimento insere no ordenamento jurídico, como a possibilidade de prestar, concomitantemente, o serviço de consultoria para investimento independente e não independente pelo mesmo intermediário financeiro, bem como as questões relacionadas com a remuneração no contexto da prestação destes serviços, desde a possibilidade de recebimento de terceiros, aos benefícios pecuniários ou não pecuniários.

Por fim, aliando a independência com a gestão e prevenção de conflitos de interesses no âmbito da consultoria para investimento, esta dissertação insere-se num tema mais amplo, que vai para além do direito dos mercados financeiros: o da governação das sociedades / organizações ou *governance* – conjunto de matérias, no caso em apreço, relacionadas com a organização, funcionamento e controlo dos intermediários financeiros. Por isso, sempre que nos parecer útil à nossa problemática faremos paralelismos com o conjunto de matérias relacionadas com a organização, funcionamento e controlo das sociedades comerciais, isto é, a *corporate governance*.

Desta forma, atenta-se ao procedimento de inovação trazido pela consultoria para investimento independente e às formas de evitar o surgimento de conflitos de interesses, analisando-se a contraposição entre o atual regime legal associado a estes dois instrumentos e o novo regime introduzido pela recente DMIF II, claramente imbuído de um espírito de aumento da proteção dos investidores, sugerindo novas formas que permitam a sua atuação no mercado de forma segura e sustentável, de modo a permitir o bom funcionamento dos mercados financeiros.

II. Enquadramento

Antes de começarmos a aprofundar a problemática da presente dissertação, consideramos importante tecer algumas considerações prévias sobre o direito dos mercados financeiros, de forma a enquadrar as questões que se subsumem no nosso excuro.

Quando falamos de sistema financeiro estamos a falar de um todo mais amplo que contém três subsistemas: o sistema bancário, o sistema segurador e das pensões de reforma e o sistema dos mercados financeiros. É dentro deste último subsistema que se insere a nossa problemática.

O setor dos mercados financeiros lida com o investimento, proporcionando um retorno sobre a poupança.

Num primeiro ponto, é importante percebermos o que significa a expressão “mercados financeiros”, expressão esta que nos acompanhará ao longo do nosso excuro. Aqui, acompanhamos BARRETO MENEZES CORDEIRO³, que apresenta de forma resumida e clara os múltiplos significados que são atribuídos à expressão em causa: “(i) numa aceção estrita, abrange todas as transações de ações, obrigações e demais valores mobiliários (vms); (ii) numa aceção ampla, todos os negócios que envolvam a compra, venda e troca de vms, derivados e demais [instrumentos financeiros]; (iii) numa aceção amplíssima, os [instrumentos financeiros], os instrumentos monetários e os seguros; e (iv) numa aceção integrada, os [instrumentos financeiros], os instrumentos monetários e as commodities”. No nosso excuro, mercado financeiro é entendido na sua aceção ampla.

Na sequência do referido, cumpre fazer o paralelismo entre as expressões “valores mobiliários” e “instrumentos financeiros”. Sem tecer considerações (que certamente ajudariam o leitor a entender a confusão mais da vezes feita entre estas duas expressões) que nos afastem do cerne desta dissertação, cumpre apenas referir, quanto a este aspeto, a referência a instrumentos financeiros inclui valores mobiliários, como estabelecido no n.º 2 do artigo 2.º do CVM e na Secção C, do Anexo I da DMIF II.

³ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2018, p. 21.

Os principais atores que atuam nos mercados financeiros são os emitentes, investidores e intermediários financeiros.

Investidores são os titulares potenciais ou atuais de instrumentos financeiros. Os investidores têm proteção e estatuto jurídico quer sejam só potenciais titulares quer já sejam titulares de instrumentos financeiros.

Nas plataformas de negociação (formas organizadas e multilaterais que permitem o contacto entre investidores que têm interesses cruzados) os investidores não podem atuar diretamente no mercado, sendo tudo intermediado; quem coloca as ofertas são os intermediários financeiros que são sujeitos a quem a lei atribui essa qualidade. O intermediário atua por conta do investidor, pelo que os efeitos das ofertas produzem-se na sua esfera e depois transporta para a esfera do investidor (mandato sem representação). São sujeitos que oferecem garantias patrimoniais e têm um regime regulado por lei.

Os investidores são divididos em duas categorias: investidores qualificados ou profissionais e investidores não qualificados ou não profissional. Para distinguir estas duas categorias, lançamos mão da distinção apresentada pela CMVM que nos diz que “[os] intermediários financeiros devem classificar os clientes em função da sua experiência e dos seus conhecimentos sobre o investimento nos mercados de capitais e em função da sua capacidade para avaliar o risco associado ao investimento que pretende realizar. Os clientes com menos conhecimentos e experiência devem ser classificados como investidores não qualificados ou não profissionais e os clientes mais experientes e com maiores conhecimentos devem ser classificados como investidores qualificados ou profissionais”⁴. O artigo 30.º do CVM estabelece que entidades são consideradas como investidores profissionais, pelo que os investidores não profissionais são todos os que não estiverem referidos no preceito, exceto os casos em que a CMVM, através de regulamento, qualifique outras entidades como investidores profissionais atendendo à sua competência e experiência (n.º 4). Por fim, de referir a alínea a) do n.º 2 do artigo 317.º do CVM que permite que um intermediário financeiro (por sua iniciativa

⁴ Para mais desenvolvimentos, vide CMVM, *A adequação do instrumento financeiro ao perfil do investidor*, outubro, 2012, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Adequacao%20do%20Instrumento%20Financeiro.pdf> (consultado a 16 de junho de 2019).

ou a pedido do cliente-investidor) trate o investidor profissional como investidor não profissional (ver artigo 317.º-A do CVM).

Durante o nosso excuro, sempre que nos referirmos a investidores é, em primeiro grau, uma referência aos investidores não qualificados, sendo aqueles que precisam de mais proteção do Direito.

Para uma entidade poder ser intermediário financeiro tem de ter especiais requisitos de liquidez e solidez patrimonial: o artigo 293.º do CVM contém uma lista das sociedades autorizadas a atuar como intermediários financeiros e como empresas de investimento. No que concerne à consultoria para investimento, todas as entidades referidas no preceito, bem como os consultores autónomos (artigo 294.º do CVM), e os agentes vinculados dos intermediários financeiros *suprarreferidos* (artigo 294.º-A do CVM), podem prestar esse serviço de investimento. De acordo com o artigo 295.º do CVM para a prestação deste serviço têm de estar habilitados para o efeito, mediante a autorização concedida pela autoridade competente (em regra, o Banco de Portugal e a CMVM) e o registo prévio na CMVM.

Nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 289.º do CVM são quatro as atividades de intermediação financeira: (i) os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros; (ii) os serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento; (iii) a gestão de instituições de investimento coletivo; (iv) o exercício das funções de depositário das instituições de investimento coletivo.

A atividade de intermediação financeira que releva para a presente dissertação são os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros. A distinção entre serviços e atividades não é desenhada de forma clara pela lei, limitando-se o legislador, no artigo 290.º do CVM a indicar quais os serviços e atividades de investimento, sem referir a qual das categorias se reportam. Cumpre, neste ponto, tentar delimitar uma distinção entre atividades e serviços de investimento. É através da legislação positivada que conseguimos apontar num determinado sentido: (i) na atividade de intermediação financeira encontramos os atos jusmobiliários praticados pelos intermediários financeiros; (ii) na atividade de investimento os atos jurídicos *stricto sensu* ou negócios jurídicos celebrados com outras entidades que não clientes; (iii) por fim, os serviços de

investimento têm por base os negócios jurídicos concluídos entre os intermediários financeiros e os seus clientes⁵.

A consequência que queremos retirar desta distinção, é que a consultoria para investimento subsume-se, assim, nos serviços de investimento em instrumentos financeiros.

De referir, que a confiança é fundamental nos mercados financeiros, porque os sujeitos só investem a longo prazo se acreditarem que as instituições funcionam a longo prazo. Por outro lado, existe a figura da seleção adversa⁶ que implica a criação de mecanismos para que o investidor confie nos mercados, e este mecanismo de confiança envolve que se corrija a dificuldade que o investidor tem *a priori* de ver a qualidade dos diferentes instrumentos financeiros.

⁵ Cfr. A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 264-265.

⁶ “A seleção adversa é o nome que se dá para quando a assimetria de informações impacta a escolha de comprar ou não comprar em um mercado. Ou seja, devido a falha de mercado causada pela diferença de informações entre comprador e vendedor, o mercado induz os agentes a fazerem escolhas que não são ótimas.”, definição disponível em <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/selecao-adversa/> (consultada a 16 de junho de 2019).

III. Consultoria para investimento

A consultoria para investimento⁷ é um serviço de investimento (alínea f) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM⁸)⁹ ¹⁰. Estamos perante um contrato que é celebrado entre um intermediário financeiro (ou um consultor para investimento autónomo) e um cliente, que tem por objeto a prestação, por parte do primeiro, de um aconselhamento personalizado relativo a transações respeitantes a instrumentos financeiros, para a qual a contrapartida é a remuneração¹¹.

A consultoria para investimento encontra a sua definição no quadro europeu no n.º 4 do artigo 4.º da DMIF II que nos diz que estamos perante uma “*prestação de um aconselhamento personalizado*¹² a um cliente, quer a pedido deste, quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transações respeitantes a instrumentos financeiros”. Importa referir que a definição é a mesma que já se encontrava estabelecida na DMIF I, que, aliás, promoveu a consultoria para investimento a serviço de investimento¹³.

Na legislação nacional, a consultoria para investimento encontra-se prevista no artigo 294.º do CVM¹⁴, bem como noutras disposições contidas no mesmo diploma (artigos 301.º, 314.º-A e 320.º do CVM), em leis avulsas (Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de

⁷ Para mais desenvolvimentos relativos à consultoria para investimento ver A. LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 343-403.

⁸ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro.

⁹ “*Designamos por contratos de intermediação financeira os negócios celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de atividades de intermediação financeira.*” – J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra vol. LXXXV, Coimbra, 2009, p. 281. *Vide*, ainda, relativamente às atividades de intermediação financeira: GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *A responsabilidade civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 20-segs.

¹⁰ Estes contratos encontram-se previstos e regulados autonomamente no Capítulo II do Título VI do CVM.

¹¹ J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, vol. LXXXV, Coimbra, 2009, p. 299.

¹² O artigo 9.º do Regulamento Delegado DMIF II define “aconselhamento personalizado”.

¹³ Na legislação nacional, a atividade de consultoria para investimento é considerada como “serviço de investimento” e já não como “serviço auxiliar” – mudança sucedeu com a revisão do CVM de 2007.

¹⁴ Para mais desenvolvimentos ver JORGE ALVES MORAIS, JOANA MATOS LIMA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Juris?, Lisboa, 2015, pp. 436-segs.

31 de outubro) ou em regulamentos administrativos (artigos 8.º a 10.º e 20.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, de 5 de novembro¹⁵)¹⁶.

Cumpra agora um breve apontamento sobre o regime jurídico do contrato de intermediação financeira em questão, no que respeita aos sujeitos, ao objeto e ao conteúdo.

Quanto ao primeiro dos aspetos, os sujeitos, não são apenas os intermediários financeiros¹⁷ que podem celebrar este contrato (aspeto diferencial face aos demais contratos de intermediação financeira), inserindo-se aqui a figura do consultor para investimento autónomo (alínea b) do n.º 4 do artigo 294.º do CVM): pessoas singulares ou coletivas que encontram autorização e respetivo registo junto da CMVM, o que lhes permite exercer de forma exclusiva e independente uma atividade de consultoria para investimento em valores mobiliários (n.ºs 5 e 6 do artigo 294.º, artigos 301.º e 320.º do CVM, artigos 8.º a 10.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, de 5 de novembro).

Quanto ao segundo dos aspetos, o objeto, segundo alguns autores, este alberga, em princípio, todas as modalidades que se encontram patentes no artigo 485.º do CC¹⁸: conselhos, recomendações ou informações. Contudo, entendemos que uma mera prestação de informação, não se subsume *a priori* no objeto deste contrato, porquanto o conselho, recomendação ou informação a que nos referimos é efetuado numa base individual¹⁹ relativamente à tomada de decisões de (des)investimento em instrumentos financeiros (*v.g.*, aquisição ou alienação). Não podemos nunca esquecer esta importante

¹⁵ Alterado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2008, pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2010 e pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2011.

¹⁶ J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, vol. LXXXV, Coimbra, 2009, pp. 299-300.

¹⁷ A atividade de consultoria para investimento em instrumentos financeiros pode ser o objeto exclusivo de uma sociedade, as denominadas sociedades de consultoria para investimento, criadas pelo Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de outubro (cfr. ainda alínea e) do n.º 2 do artigo 293.º do CVM). Ver J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra vol. LXXXV, Coimbra, 2009, p. 300, (n.º) 57. E, ainda, GLÓRIA TEIXEIRA, RUTE PEDRO, *Sociedades de Consultoria para Investimento: Breves Notas Interpretativas*, in: *Estudos em Honra do Prof. Doutor J. Oliveira Ascensão*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 1265-1274.

¹⁸ Ver, neste ponto de vista, A. LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 363. Ver, ainda, em sentido diverso, LUÍS DE MENEZES LEITÃO, *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 139.

¹⁹ Contrariamente ao que acontece com as recomendações de investimento e a atividade de *research* – cfr. artigos 12.º-A e seguintes, n.ºs 2 e 3 do artigo 294.º e artigo 309.º-D do CVM – que têm uma base pública.

característica que distingue a consultoria para investimento de outros serviços e atividades de investimento.

Entendemos que para delimitar o objeto do serviço de investimento em questão, temos que primeiro definir o que são conselhos, recomendações, informações e, indo mais longe, conceitos que podem ser análogos a estes ou que entendemos que podem ser relevantes à nossa problemática.

Estamos perante conceitos não jurídicos, não definidos pelo legislador, pelo que temos que atender ao significado vulgar dos mesmos²⁰.

Conselho é definido como “*opinião que se emite sobre o que convém fazer; parecer; sugestão*”²¹. Em outras palavras, uma pessoa indica a outra o que é mais vantajoso na situação desta, aquilo que faria se estivesse nessa situação: não é uma opinião vinculativa, contudo, não deixamos de estar perante uma instigação - àquele que recebe o conselho - a agir ou a se abster de forma correspondente; ou seja, é um juízo de valor sobre uma ação futura do aconselhado. O mais importante neste conceito, que o diferencia dos restantes, é o momento subjetivo intrínseco à valoração dos factos, porquanto a pessoa a quem é indagado o conselho é o justamente em virtude dos conhecimentos e competências pessoais que detém.

Recomendação, por seu turno, é o “*ato ou efeito de recomendar; indicação favorável*”²²: é uma subespécie do conselho. Neste caso, aconselha-se uma pessoa ou coisa, não implicando uma instigação com a mesma intensidade como no caso do conselho.

Por fim, informação é o “*ato ou efeito de informar ou informar-se*”²³, isto é, exposição de dada situação factual, verse ela sobre coisas, pessoas ou qualquer outra relação. A informação esgota-se na comunicação objetiva dos factos, não contendo nenhuma instigação, nenhuma “proposta de conduta”.

²⁰ Quanto à distinção entre informação, conselho e recomendação, JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Almedina, Coimbra, 1989, pp. 14-17.

²¹ *Conselho* in Dicionário Infopédia da Língua Portuguesa, Porto Editora, Porto, 2003-2019, <https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/conselho> (consultado a 2 de abril de 2019).

²² *Recomendação* in Dicionário Infopédia da Língua Portuguesa, Porto Editora, Porto, 2003-2019, <https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/recomendação> (consultado a 2 de abril de 2019).

²³ *Informação* in Dicionário Infopédia da Língua Portuguesa, Porto Editora, Porto, 2003-2019, <https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/informação> (consultado a 2 de abril de 2019).

Apesar de conceitualmente as diferenças serem facilmente estabelecidas²⁴, o certo é que na vida prática a distinção não se demonstra fácil, sendo uma linha ténue rapidamente ultrapassada. Informação e conselho encontram-se, mais das vezes, interligados: o conselho necessariamente fundamenta-se em informações, e estas podem ser prestadas com o sentido de um conselho ou recomendação. Todas têm um aspeto comum, a capacidade de influenciarem a vontade do informado²⁵.

Resta-nos então concluir que uma informação, bem como uma recomendação, enquadradas no caso concreto podem ser subsumidas no objeto da consultoria para investimento. Em particular, numa relação perito-leigo, toda e qualquer informação sempre será entendida como conselho²⁶. Ou seja, não é relevante a designação dada pelo intermediário financeiro à informação (termo aqui utilizado num sentido lato), mas sim o conteúdo da mesma.

Por fim, quanto ao conteúdo, está expressamente previsto na lei um conjunto de deveres especiais de informação que o intermediário financeiro tem de respeitar – quer perante o cliente (artigo 314.º-A do CVM), quer perante a autoridade de supervisão (artigo 20.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, de 5 de novembro), para além dos princípios e deveres gerais a que todos os intermediários financeiros estão subordinados (cfr. artigos 304.º e seguintes, 312.º e seguintes, 321.º e seguintes do CVM)²⁷.

²⁴ Exemplo prático da diferença conceitual (retirado da obra de JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Almedina, Coimbra, 1989, p. 17, (nt.) 19):

- Conselho: “no seu lugar compraria as ações x”;
- Recomendação: “recomendo-lhe a compra das ações x, o seu valor subirá”;
- Informação: “as ações x têm forte tendência para a subida”.

²⁵ Quando estamos perante uma opinião ou ponto de vista, esta não serve de base para uma tomada de decisão, contudo, numa relação perito-leigo, esta opinião dada pelo perito, na prática atuará como um conselho – estamos perante uma relação de confiança.

²⁶ Vejamos o caso de um cliente dirigir-se ao seu banco e o seu gestor de conta informá-lo sobre formas de investir o seu dinheiro. O cliente bancário é um investidor não qualificado, pelo que, a informação mesmo que não tenha um intuito de fazer a pessoa investir naqueles produtos financeiros, consequentemente, é o que vai suceder. “*No caso do banco, o cliente presume uma competência e organização, uma profissionalização específica, que os bancos objetivamente possuem*” – AGOSTINHO CARDOSO GUEDES, *A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil*, Revista de Direito e Economia, Ano XIV, 1988, p.139.

²⁷ Ver J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra vol. LXXXV, Coimbra, 2009, pp. 300-301.

1. Consultoria para investimento incidental

Atendo o referido *supra*, pelo facto de muitas vezes o intermediário financeiro prestar informações relevantes ao cliente como forma de contribuir para a sua fundamentação da decisão de (des)investimento, suscita-se a questão de se poder estar ou não a prestar acessoriamente o serviço de consultoria para investimento²⁸ aquando da prestação de outro serviço de investimento.

Para responder a esta pertinente questão, cumpre delimitar o conteúdo típico da consultoria para investimento, para assim entendermos quando estamos perante este serviço de investimento.

Neste ponto, seguimos a posição de CASTILHO DOS SANTOS que nos diz que “(...) a consultoria não visa per se a divulgação de informação ao consulente, no sentido de conjunto de dados objetivamente enquadrados por determinada realidade jurídico-financeira relativamente a valores mobiliários. O consultor disponibiliza ao cliente-consulente o resultado de um tratamento profissional da informação disponível, materializando na formulação de conselhos, através de recomendações de (des)investimento”²⁹.

Retiramos deste sublime excerto que o aconselhamento ao cliente tem em vista uma tomada de decisão por parte deste quanto aos termos em que vai investir em instrumentos financeiros; não sendo, assim, objetivo primário da consultoria para investimento a recolha de informação relevante por parte do intermediário financeiro para consequente disponibilização ao cliente.

Contudo, como referimos *supra*, não podemos ser completamente rígidos, uma vez que a prática tem demonstrado que a distinção entre a prestação de um conselho e a mera transmissão de informações não é fácil³⁰, pois é com base em informação que se forma o conselho e a informação pode aparentar uma proposta de ação. A grande diferença encontra-se no facto de o conselho não poder ser apenas constituído por informação, tendo um claro objetivo de influenciar a atuação do investidor.

²⁸ GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *A responsabilidade civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2008, p. 30.

²⁹ *Ibidem*, p. 31.

³⁰ Cfr. considerando (16) e considerando (17) do Regulamento Delegado DMIF II.

Já espelhamos que estabelecer uma diferença clara entre estas realidades não é fácil, pois, mais das vezes, são um *continuum*, pelo que para tentarmos estabelecer um critério para delimitar que estamos perante um conselho, vamos fazer uso da distinção feita pela doutrina alemã, espelhada na obra de SINDE MONTEIRO, no que concerne à distinção entre deveres de esclarecimento (*Aufklaerungspflichten*) e deveres de informação (*Auskunftspflichten*)³¹.

Deveres de esclarecimento são os realizados de forma espontânea, procurando apenas que uma pessoa possa atuar de acordo com os seus interesses e não de forma contrária aos mesmos. Por sua vez, os deveres de informação, neste ponto de vista, pressupõem uma pergunta prévia, são verdadeiros deveres de prestação que têm em vista possibilitar a uma pessoa (no nosso caso, o investidor) o conhecimento ou exercício pleno dos seus direitos.

Tendo por base os contratos do direito civil, esta doutrina defende que ninguém se encontra obrigado a informar a sua contraparte, a não ser que exista essa obrigação, imposta por lei (como no caso da intermediação financeira) ou convenção, ou que a sua falta seja geradora de dolo ou erro grave.

O dever de esclarecimento tem como fonte a desigualdade ou desnível da informação³² entre as partes, mas esta, por si só, não é suficiente para fazer surgir este dever numa relação: para que o dever nasça é necessária a existência de uma particular necessidade de proteção, atendendo que a parte sobre a qual incide o dever está defendendo interesses alheios (o intermediário financeiro tem o dever de informar o cliente-investidor porquanto os interesses que tem de prosseguir são os do próprio cliente e não interesses próprios).

³¹ Quanto à distinção entre informação, conselho e recomendação, JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Almedina, Coimbra, 1989, pp. 358-359, (nt) 65.

³² “O desnível de informação pode prender-se com a especial competência técnica do devedor (relações perito-leigo), como também com circunstâncias pessoais do credor (evidente inexperiência ou falta de preparação, outros fatores pessoais). Em todo o caso, terá sempre de se verificar se, e em que medida, este está em condições de informar a si próprio. (...) A noção de “exigibilidade” tem aqui uma função de correção, permitindo ter em conta valorações individuais, orientadas por pontos de vista de equidade, e criando portanto a possibilidade de incluir na ponderação outras valorações sem uma classificação sistemática precisa” - *Ibidem*, pp. 361-362.

O dever de informação³³, por sua vez, tem fim quando uma parte já não tem que acautelar mais os interesses da outra, respeitando as circunstâncias que recaiam inequivocamente na sua esfera de risco.

Que um dever de informação se subsume num conselho, não nos é difícil entender, mas a barreira entre uma simples informação e um conselho também é ténue, vejamos os casos *mise en garde* que equivalem muitas vezes a um verdadeiro conselho. Assim, existe um dever de aconselhar implícito no dever de esclarecimento.

A nosso ver, atendendo ao *suprarreferido* bem como à realidade prática, entendemos que podemos, por vezes, estar perante *collateral contracts*, tendo um contrato como objetivo a prestação de conselho, e o outro o contrato intencionado (outro serviço de investimento), a propósito do qual foi pedido o conselho.

Nos contratos de investimento é sempre pressuposto uma relação perito-leigo, sendo contratos que se baseiam numa relação de confiança, tendo os intermediários financeiros de conhecer previamente as condições particulares do cliente-investidor e, bem assim, deixarem de parte a sua qualidade de “vendedores”, colocando os interesses do cliente em primeiro plano.

Os contratos de investimento apesar de, genericamente, não se destinarem à obtenção de informação, o certo é que no decorrer da execução dos mesmos surgem deveres de prestação acessórios ou mesmo principais, podendo ser um deles, o conselho, a comunicação, o aviso ou o esclarecimento, sempre orientados pelo princípio máximo do direito: o princípio da boa fé.

Concretizando tudo o que referimos até aqui, o conselho pode, assim, no nosso entender, encontrar forma numa recomendação ou numa *mise en garde*, quando procuram, não uma solução mais vantajosa, mas proteger os interesses do cliente-investidor.

Se é certo que o conceito “informação” é mais amplo que o conceito “conselho”, também é certo que apenas caso a caso, no plano prático, podemos concluir que uma

³³ “A informação pode dizer respeito tanto à própria pessoa, como sobretudo ao objeto da prestação, ou a outras circunstâncias a ter em conta, além dos riscos, portanto factos que possam prejudicar o fim de utilização ou pôr em perigo outros bens jurídicos do futuro parceiro contratual” - *Ibidem*, p. 365.

informação, recomendação ou mesmo *mise en garde* é um conselho³⁴, concluindo, portanto, que podemos estar perante um contrato de consultoria para investimento. O mais importante não é a lógica jurídica, mas sim procurar resolver os problemas práticos de uma forma equilibrada.

Quanto à nossa problemática, LUCENA E VALE entende que “*um Intermediário Financeiro que não esteja registado para o exercício da atividade de consultoria para investimento (...) não está impedido de prestar um conselho daquele tipo quando o mesmo seja imposto por um dever de proteção. Não excluimos, em qualquer caso, que relativamente ao cumprimento deste dever não possam ser chamadas à colação algumas normas que regulam o exercício da atividade de consultoria*”³⁵.

Ou seja, este autor entende que o conselho relativo ao investimento quando se subsume na prestação de outro serviço de investimento pode surgir como dever lateral, um dever de proteção. Contudo, seguindo a formulação de CARNEIRO DA FRADA entendemos que não estamos perante deveres de proteção, mas sim deveres laterais de conduta que têm uma finalidade positiva, prosseguindo um interesse conexo com a prestação principal³⁶; este dever procura possibilitar o interesse que o cliente-investidor

³⁴ SINDE MONTEIRO na sua obra, *ob. cit.*, apresenta índices para se concluir que estamos perante um conselho: “*ser o conselho dado a título de empresa ou profissão; remuneração; interesse económico do dador do conselho; relações negociais anteriores à prestação do conselho; importância deste para quem o recebe; ser ou não o conselho precedido de pergunta prévia*”. Apesar de entendermos este como um bom ponto de partida, não nos queremos vincular, pois a realidade prática é tão rica que podíamos cometer o erro de estabelecer um critério fechado que não abarcasse situações específicas que devem, atendendo às especificidades do caso concreto, entender-se como um conselho.

³⁵ A. LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 371 (nt.) 48.

³⁶ Seguindo o discurso de CARNEIRO DA FRADA temos, por um lado, os deveres principais ou primários da prestação através dos quais se “*pretende alcançar o fim determinante da constituição do vínculo obrigacional*” e, por outro lado, deveres acessórios da prestação principal que, encontrando-se numa relação de acessoriedade com a prestação referida, visam “*a satisfação cabal do interesse que nesta deposita o credor*” e, ainda, os deveres secundários substitutivos ou complementares que “*surgem apenas a título eventual no processo de desenvolvimento da relação obrigacional*” (v.g. o dever de indemnização por não cumprimento). Contudo, os deveres laterais (designação que adotamos, mas que não é unânime na doutrina) são outros deveres que surgem no decorrer da relação obrigacional complexa, necessários ao seu correto processamento. O objetivo destes deveres é estabelecerem certos comportamentos honestos e leais (sempre fundamentados no princípio da boa fé) de ambas as partes, relevando os interesses destas. Estes deveres só encontram justificação nos casos em que se manifestem necessários atendendo ao “*desenrolar da vida da relação contratual*”. Ver, A. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Contrato de Deveres de Protecção*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Suplemento XXXVIII, Coimbra, 1994, pp. 186-192.

(credor) prossegue com a prestação principal – *o fim secundário ou mediato da prestação* – tendo sempre em consideração a boa fé que determina a existência deste dever³⁷.

A consultoria para investimento incidental não se subsume nos deveres de proteção porquanto estes, de acordo com o autor *supracitado*, têm uma finalidade negativa, tendo como fim “*proteger a contraparte dos riscos de danos na sua pessoa e património que nascem da (e por causa da) relação particular estabelecida*”. Isto é, são deveres autónomos relativamente ao interesse da prestação, destinando-se a proteger bens da personalidade ou do património da contraparte: no nosso caso do cliente-investidor.

Assim, atendendo ao excursus prosseguido até ao momento, e ao facto de a noção de aconselhamento ter um conteúdo alargado, entendemos que este dever lateral de conduta no caso da consultoria para investimento implica a abstenção, por parte do consultor, de aconselhar ou recomendar investimentos que não são adequados à carteira de investimento do cliente. No caso dos outros serviços de investimento, o intermediário financeiro tem de proteger o cliente através da recusa da ordem ou instrução dada por este quando este investimento é manifestamente desadequado para a carteira de investimento do cliente³⁸.

Nós vamos ainda mais longe no nosso ponto de vista³⁹: se se verificar o conteúdo típico da consultoria para investimento, não importa o serviço de investimento em causa nem os deveres laterais que lhes estão adstritos, bem como não é necessária a existência de um contrato de consultoria para investimento para que se apliquem as regras especiais

³⁷ “*Às vezes, porém, o fim ulterior tido em vista pelo credor da prestação fica fora do conteúdo da obrigação. E se os seus motivos são, em princípio, desprovidos de relevância, poderá dar-se, no entanto, uma conjugação tal de circunstâncias que a boa fé imponha ao devedor a adopção de determinadas condutas que os tenham em vista, apesar da ausência de qualquer compromisso negocial nesse sentido.*” – *Ibidem*, p. 191.

³⁸ FAZENDA MARTINS, *Deveres dos Intermediários Financeiros em Especial os Deveres para com os Clientes e o Mercado*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 344.

³⁹ Parece seguir o mesmo sentido o Tribunal de Justiça (Quarta Secção) no Acórdão de 30 de maio de 2013, Processo n.º C-604/2011, que nos diz: “*O artigo 4.º, n.º 1, ponto 4, da Diretiva 2004/39 deve ser interpretado no sentido de 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, conforme definido nessa disposição, se o aconselhamento referente à subscrição de um tal contrato de troca for feito a esse cliente na sua qualidade de investidor, for 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.*”

Assim, que podemos estar perante um serviço de consultoria para investimento mesmo que não estejamos perante um contrato de consultoria para investimento. Conselho tem um conteúdo lato, pelo que de acordo com o TJUE, desde que os pressupostos do aconselhamento personalizado estejam cumpridos, estamos perante um serviço de consultoria para investimento.

do regime da consultoria para investimento. Fundamentamos a nossa posição com a importância que o legislador atribuiu à proteção dos investidores, em particular dos não qualificados, estando os intermediários financeiros que exercem este serviço de investimento sujeitos a um regime mais rígido, em que para além de terem de cumprir os princípios e deveres gerais dos intermediários financeiros, tem ainda deveres especiais de informação⁴⁰. Aplicar o regime da consultoria para investimento permite uma tutela efetiva da proteção dos investidores, em que não cumprindo as normas legais há lugar a responsabilidade civil de acordo com o artigo 304.º-A do CVM⁴¹.

Por fim, de referir que a ordenamento legislativo tem evoluído neste sentido. Ora vejamos: na primeira versão do CVM, o n.º 2 do artigo 294.º estabelecia que “[n]ão se considera actividade de consultoria para investimento a prestação de conselhos inserida na actividade profissional de pessoas não incluídas no número anterior, desde que seja complemento normal e necessário da actividade por elas exercida”. Na primeira alteração legislativa a este diploma, através do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro que veio transpor a DMIF I, este número foi alterando passando a constar do n.º 3 do referido preceito com a seguinte redação: “Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público”. Por fim, a última alteração foi introduzida através da Lei n.º 35/2018, de 20 de julho que transpôs para o ordenamento nacional a DMIF II, em que a única alteração foi a retirada da expressão “canais de distribuição”. Assim, decorre da própria evolução legislativa que podemos estar perante um serviço de consultoria para investimento mesmo quando não contratualizado, como complemento a outro serviço de investimento⁴².

⁴⁰ *infra* Capítulo I – “quanto ao seu conteúdo...”.

⁴¹ GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *A responsabilidade civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 189-seguintes. De salientar que o intermediário financeiro não pode ser responsabilizado pelo resultado negativo do investimento que foi aconselhado – J. M^º DE CUESTA RUTE *et al.*, *Contratos Mercantiles, Tomo III, Contratos bancarios, del mercado de valores y de seguro*, Bosch, Barcelona, 2007, pp. 429-430.

⁴² No acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 02.03.2015 (Carlos Gil), <http://www.dgsi.pt/jtrp.nsf/56a6e7121657f91e80257cda00381fdf/fe16da7f0e6b68e880257e0c004d4680?OpenDocument>, aplicando a primeira versão do artigo 294.º do CVM afasta a possibilidade de uma relação contratual de consultoria para investimento considerando que “mesmo que pudesse concluir pela celebração de um tal contrato, por estar em causa uma pessoa colectiva e por a aludida actividade ser complemento normal da actividade bancária, sempre se deveria concluir pelo afastamento da qualificação de consultoria para investimento [...], integrando-se essa actividade na intermediação financeira”. Há luz do disposto na lei desde a transposição da DMIF I, o facto de ser complemento normal da actividade bancária não afasta, por si só, a existência de uma relação contratual de consultoria para investimento.

1.1. Consultoria vs. Recomendações genéricas de investimento

Pelo exposto até ao momento, seria parca a nossa resposta à questão suscitada se não nos debruçássemos neste ponto sobre os serviços auxiliares dos serviços de investimento, que na sua alínea c) do artigo 291.º do CVM prevê como serviço auxiliar “a elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros”.

É com a Diretiva n.º 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, que resulta a divisão entre serviços de investimento e serviços auxiliares: a grande diferença reside no “passaporte europeu”, isto é, o acesso transfronteiriço à atividade em causa, dispensando os requisitos administrativos de cada Estado-membro para efeito do exercício da atividade pretendida.

Apesar de terem surgido na doutrina nacional propostas de classificações das atividades de intermediação financeira (que agrupam tanto os serviços de investimento como os serviços auxiliares dos serviços de investimento)⁴³, o legislador nacional optou por fazer uma sistematização da disciplina jurídica nos artigos 290.º e 291.º CVM⁴⁴ de acordo com o modelo de organização da Diretiva n.º 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993.

O serviço de consultoria para investimento não se confunde com o serviço auxiliar de recomendações para investimento (cfr. artigos 12.º-A e 309.º-D do CVM): esta distinção vai para além do último serviço não deter “passaporte europeu”. A principal diferença retiramos da contraposição entre o artigo 294.º do CVM e o artigo 12.º-A do CVM, em que é patente a existência na consultoria para investimento de uma recomendação personalizada tendo como objeto transações sobre instrumentos

⁴³ Ver quanto às propostas de classificações, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 292-294; LUÍS DE MENEZES LEITÃO, *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 132.

⁴⁴ GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *A responsabilidade civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 22-24.

financeiros – de ressaltar que esta recomendação não é pública⁴⁵ –, o que implica o conhecimento do perfil do cliente (cfr. artigo 314.º-A do CVM⁴⁶).

A consultoria para investimento tem uma base individual, que pressupõe uma relação com o cliente, sendo este um investidor determinado⁴⁷.

2. A não obrigação do contrato revestir a forma escrita

Na sequência de defendermos a possibilidade da consultoria para investimento incidental, existe mais um argumento que permite fundamentar as nossas conclusões: o artigo 321.º do CVM não obriga a que o contrato de consultoria para investimento seja celebrado sob a forma escrita.

Antes da transposição da DMIF I, e não sendo, ainda, considerado um serviço de investimento, a consultoria para investimento era um negócio formal, sendo obrigatória a forma escrita quando celebrado com investidores não qualificados.

A Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, manteve quase na sua totalidade a redação do referido preceito que tinha sofrido a sua última alteração em 2007, com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, que transpôs para a legislação nacional a DMIF I - diretiva que, como já referimos, veio configurar a consultoria para investimento como serviço de investimento *proprio sensu*. Esta redação de 2007 apenas exigia que revestissem a forma escrita os serviços de investimento previstos nas alíneas

⁴⁵ O Considerando (14) do Regulamento Delegado esclarece que intermediários financeiros que prestam aconselhamento personalizado através do uso de canais de distribuição (v.g. Internet) podem estar a prestar o serviço de consultoria para investimento. Assim, no caso de situações como aquelas em que é utilizado como meio de aconselhamento personalizado a correspondência por correio eletrónico a um determinado cliente, em vez de dirigir a informação ao público em geral, pode, seguindo o raciocínio até então apresentado no nosso excursus, ser considerado consultoria para investimento. O CVM atendeu à *ratio* do Considerando *suprarreferindo*, tendo retirado do n.º 3 do artigo 194.º, que estabelece quando uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado a expressão “canais de distribuição”, pelo que, de acordo com a norma *jusmobiliaria* não estamos perante um aconselhamento personalizado quando este seja emitido exclusivamente ao público.

⁴⁶ Sobre este ponto ver JORGE ALVES MORAIS, JOANA MATOS LIMA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Juris?, Lisboa, 2015, pp. 513-515.

⁴⁷ Difere, assim, do denominado *research* que não se destina a um investidor concreto – A. LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 365-367. Ver, ainda, MIGUEL COELHO, *A actividade de research em Portugal, as recomendações de investimento e os conflitos de interesses*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 16, 2003.

a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM, serviços estes considerados como tais desde a entrada em vigor do CVM, através do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro⁴⁸.

A redação atual, para além de revogar o n.º 4 do artigo 321.º, acrescenta no final do seu n.º 1: “*devendo cumprir as exigências previstas em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014*”.

Este preceito suscita, a nosso ver, problemas de interpretação: será que o legislador considerou que atendendo à prestação em causa – no caso do presente excursus, aconselhamento personalizado – esta pode surgir de forma espontânea, de forma colateral com outros serviços? Será que o legislador pretendeu que os serviços que se encontram excluídos do preceito fiquem isentos da proteção acrescida aditada ao seu n.º 1?

Cumpra, primeiramente, para responder a estas questões, determo-nos sobre a interpretação da norma em causa⁴⁹, tendo em consideração os seus elementos, mormente os seus elementos literal, histórico e teleológico, de modo a determinar o seu sentido e a permitir a sua correta aplicação aos casos concretos.

O elemento literal da interpretação significa, de modo simplista, que a interpretação deve atender às palavras e ao seu sentido no contexto da norma, sendo que o sentido encontrado pelo intérprete tem de encontrar, necessariamente, ressonância nas palavras da lei, que funcionam como limite da interpretação.

Assim, a interpretação literal do n.º 1 do artigo 321.º do CVM permite extrair do texto legal que se estivermos perante um contrato que tenha como objeto um serviço das alíneas a) a d) do n.º 1 do artigo 290.º e das alíneas a) e b) do artigo 291.º do referido diploma legal, este tem de ser reduzido a escrito.

Nesta sequência, atendendo ao critério histórico da interpretação, temos que observar o disposto no Anteprojeto de transposição da DMIF II, que previa uma proposta

⁴⁸ Estes serviços de investimento são a receção e a transmissão de ordens por conta de outrem, a execução de ordens por conta de outrem, a gestão de carteiras por conta de outrem e a colocação em ofertas públicas de distribuição.

⁴⁹ Para enquadrar esta tarefa interpretativa da lei, como fonte imediata do direito, cabe chamar à colação o disposto no artigo 9.º do Código Civil. Com efeito, de acordo com o preceituado pelo nosso Código Civil, há que atender ao elemento literal, ao elemento lógico / racional / teleológico e ao elemento histórico – podendo seguir-se, de seguida, para a interpretação da norma. A interpretação visa, assim, discernir o sentido prevalente e decisivo da norma para o intérprete.

de formulação diferente para a primeira parte do preceito em causa: “*Os contratos relativos aos serviços prestados no artigo 290.º, com exceção do serviço de consultoria para investimento, e nas alíneas a) e b) do artigo 291.º*”

Assim, apesar de a formulação ser outra, no que concerne ao serviço de consultoria para investimento a não exigência de forma escrita mantém-se: temos assim que procurar a *ratio legis* que lhe subjaz, isto é, “*o fim visado pelo legislador ao editar a norma, nas soluções que tem em vista e que pretende realizar*”⁵⁰. Para o efeito, julga-se ser relevante atender à preocupação basilar da DMIF II com a proteção dos investidores, pelo que o facto de não ter de se encontrar reduzido a escrito, no nosso entender, advém, exatamente, desta preocupação, permitindo, *grosso modo*, que estejamos perante este serviço desde que cumpridas as exigências indicadas no *ponto 1*.

Nesta sequência, consideramos interessante trazer à coação o que se estatui no ramo do Direito dos Seguros, no que toca à distribuição dos seguros⁵¹ e à Lei n.º 7/2019, de 16 de janeiro (doravante “regime jurídico da distribuição de seguros e resseguros”), que transpõe para a ordem jurídica portuguesa nacional a Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de janeiro de 2016 – atendendo, assim, à proximidade entre os dois ramos do direito.

No n.º 2 do artigo 31.º do regime jurídico da distribuição de seguros e resseguros, relativo aos deveres de informação em especial, encontra-se previsto, como dever de informação por parte do distribuidor de seguros, indicar ao cliente se presta ou não aconselhamento e se o aconselhamento é prestado numa análise imparcial ou não.

Esta obrigação não existe para os intermediários financeiros, pelo que quem presta serviços e atividades de investimento que não a consultoria para investimento, não tem que indicar se presta ou não aconselhamento.

Acresce que o n.º 7 do preceito em análise estabelece que o distribuidor se encontra dispensado do dever de informação anteriormente descrito quando desenvolva

⁵⁰ Cfr. FRANCESCO FERRARA, *Interpretação e Aplicação das Leis*, tradução de Manuel de Andrade, 3.ª edição, Coimbra, 1978, pp. 138 e seguintes.

⁵¹ O regime jurídico da distribuição de seguros e resseguros, na alínea a) do seu artigo 4.º, define distribuição de seguros como “*qualquer atividade que consista em prestar aconselhamento, propor ou praticar outros atos preparatórios da celebração de contratos de seguro (...)*”. Define, ainda, na sua alínea q) aconselhamento como “*a formulação de uma recomendação pessoal a um cliente, quer a seu pedido quer por iniciativa do distribuidor de seguros, em relação a um ou mais contratos de seguro*”.

“atividade de distribuição de produtos de seguros que visem a cobertura de grandes riscos”. O legislador europeu e, por conseguinte, o legislador nacional, decidiu que o aconselhamento, nestes casos, pode ser prestado sem o intermediário ter de indicar se efetivamente presta ou não aconselhamento.

O certo é que, os requisitos adicionais que são exigidos no regime jurídico da distribuição de seguros e resseguros quando se trate da atividade de produtos de investimento com base em seguros em tudo se assemelha aos requisitos exigidos no artigo 24.º da DMIF II, pelo que podemos fazer um paralelo entre estes diplomas.

Portanto, pesando tudo o que até aqui foi referido, entendemos que o legislador deixando de fora da exigência de forma escrita nos contratos que têm como base o serviço de consultoria para investimento pretende que a prova da existência do aconselhamento personalizado seja facilitada, de forma a proteger os investidores.

Contudo, fica ainda por entender se as exigências de proteção acrescida do n.º 1 do artigo 321.º não se aplicam no caso da consultoria para investimento. As exigências são as relativas ao objeto específico da norma, tudo o que estiver relacionado com a forma que devem revestir os serviços de investimento bem como a arguição de invalidades dos contratos.

Para além do referido, é de salientar a necessidade, para o exercício da atividade de consultoria para investimento, de registo na CMVM e de reunir todos os padrões de exigência para o seu exercício, bem como o requisito de ter um seguro de responsabilidade civil⁵².

Antes de retirarmos uma conclusão sobre a questão, importa compreender qual a *ratio* das normas jusmobiliárias: assegurar a eficiência do mercado e tutelar os investidores, em particular, os investidores não qualificados (cfr. alínea a) do artigo 81.º e artigo 101.º CRP)⁵³. Para o mercado dos instrumentos financeiros ser eficiente é necessário assegurar a confiança dos investidores na informação que lhes é fornecida⁵⁴.

⁵² Ver RUTE SARAIVA, *Direito dos Mercados Financeiros – Apontamentos*, AAFDL, Lisboa, 2015, p. 138.

⁵³ A. LUCENA E VALE, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 345-347.

⁵⁴ LUÍS DE MENEZES LEITÃO, *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 130.

Concluimos, que o legislador não pretendeu excluir o serviço da consultoria para investimento da proteção que atribui nessa norma aos outros serviços de investimento, mas não lhe sendo feita referência podemos concluir, portanto, que existe uma lacuna a ser preenchida pelas normas europeias, em particular, pela DMIF II.

A não obrigação de forma escrita na celebração de um contrato de consultoria para investimento vem, assim, de encontro com o que defendemos da possibilidade de este serviço poder ser prestado no âmbito de outro serviço de investimento, enquanto dever lateral de conduta⁵⁵. Assim, verificado que esteja o conteúdo típico do serviço de consultoria para investimento, podemos estar perante a celebração deste contrato, aplicando-se todas as regras específicas deste serviço, em particular os deveres de informação acrescidos impostos pela lei a este serviço.

3. O antes e o depois da nova Diretiva⁵⁶: traços gerais do regime

A DMIF II traz novidades relativamente à consultoria para investimento, regulando a denominada consultoria para investimento independente. Este serviço independente é encarado pela nova Diretiva como um importante instrumento para recuperar a confiança dos investidores depois da última grande crise – falamos, a título principal, dos investidores não qualificados e as respetivas recomendações de aplicação das suas poupanças⁵⁷.

A DMIF II estabelece como objetivos o reforço da proteção dos investidores, a redução dos conflitos de interesses e o enriquecimento da qualidade do serviço, bem como o aumento da transparência⁵⁸. Tendo isto em consideração, entendemos que a instituição da consultoria para investimento independente visa o estabelecimento de uma categoria

⁵⁵ Ver ponto I.

⁵⁶ “A presente diretiva tem por objetivo abranger as empresas que prestam regularmente serviços de investimento e/ou exercem regularmente atividades de investimento a título profissional. O seu âmbito de aplicação não deverá, portanto, incluir as pessoas que exercem uma atividade profissional diferente” – considerando (12) da DMIF II.

⁵⁷ Ver considerando (45) da DMIF II.

⁵⁸ Considerando (3) da DMIF II. É a tutela oferecida aos investidores que se procura fortalecer, tendo em conta a crescente complexidade dos produtos financeiros tornando os investidores dependentes de um aconselhamento profissional personalizado. Ver, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – O novo direito dos valores mobiliários, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 217-218.

facilmente reconhecível de um serviço, a fim de excluir a possibilidade da existência de conflitos de interesses⁵⁹.

O dever de conhecer o cliente (*Know your client*) e o dever de conhecer o produto (*Know your product*) são aprofundados, mais precisamente ao nível da introdução de aperfeiçoamentos da *product governance*⁶⁰.

Estudos demonstram que os grandes perdedores nos mercados financeiros são investidores não qualificados que, para além de não procurarem conselhos de investimento, não têm um bom conhecimento (base) das operações financeiras⁶¹. Podemos subentender desta realidade que oferecer conselhos profissionais foi a política mais eficaz e rápida que o legislador europeu encontrou para aumentar a confiança dos investidores não qualificados nos mercados financeiros e para melhorar os seus portfólios – o que beneficia não só os investidores como o sistema económico⁶².

Entendemos que não existe uma contradição entre consultoria para investimento independente e consultoria para investimento não independente: a posição sistemática do

⁵⁹ Ver, MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 2.

⁶⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – O novo direito dos valores mobiliários, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, p. 218.

⁶¹ H.-M. VON GAUDECKER, *How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?*, *The Journal of Finance*, 2015, Volume 70(2), pp. 489-507; RICCARDO CALCAGNO, CHIARA MONTICONE, *Financial literacy and the demand for financial advice*, *Journal of Banking & Finance* 50, 2015, pp. 363-380; OSCAR STOLPER, *It takes two to Tango: Households' response to financial advice and the role of financial literacy*, *Journal of Banking & Finance* 000, 2017, pp. 1-16; A. BELLOFATTO, C. D'HONDT, R. DE WINNE, *Subjective financial literacy and retail investors behaviour*, *Journal of Banking & Finance* 92, 2018, pp. 168-181.

Ver, ainda, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Actions Plan*, 2017, pp. 86-87.

⁶² Sobre a importância do aconselhamento nos mercados financeiros ver ESTER FAIA, ANDREAS HACKETHAL, MICHAEL HALIASSOS e KATJA LANGENBUCHER (edit.), *Financial Advice, Financial Regulation, A Transatlantic Perspective*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2015, pp. 245-267.

Contudo, ter em conta COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Actions Plan*, 2017, p. 78, nt. (63): a qualidade de um aconselhamento personalizado é difícil de avaliar, pois não é possível comparar com outros conselhos, ou referências, porquanto cada conselho é único, e depende das circunstâncias correntes, sendo estes volúteis ao tempo, pelo que apenas é possível fornecer indicações genéricas. Apesar disto, o aconselhamento é cada vez mais valorizado e necessário nos mercados financeiros, pois os produtos financeiros são, e continuarão a ser, cada vez mais complexos e de difícil perceção pelo investidor, em particular, pelo investidor não qualificado.

instituto na Diretiva em que as regras gerais são comuns a ambos os regimes de consultoria para investimento e as disposições relativas às garantias de independência do conselho de investimento estão estabelecidas como legislação especial⁶³ (cfr. artigos 24.º e 25.º da DMIF II). Aliás: não estamos perante um novo serviço de investimento, mas sim uma nova “modalidade” de consultoria para investimento (cfr. Secção A, Anexo I da DMIF II)⁶⁴.

⁶³ Ver, MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 3.

⁶⁴ Nos últimos anos deu-se o surgimento da consultoria robótica, que surge como resposta à constante evolução tecnológica nos mercados financeiros: estamos perante a conclusão de negócios jurídicos bilaterais sem intervenção humana direta ou inexistente, através da geração, exteriorização e aceitação de declarações negociais por efeito de algoritmos. Dentro desta, a que muitos apelidam de nova modalidade de consultoria, encontramos, por um lado, a consultoria financeira automática que permite a intervenção humana apesar de se circunscrever a determinadas fases do processo (“consultoria financeira robótica híbrida”) e, por outro lado, consultoria em que não existe intervenção humana (“consultoria financeira robótica pura”).

Considerando que o investidor acede à plataforma - inserindo o seu perfil de investidor - e após corrido o algoritmo, é apresentado o produto que mais se lhe adequa, o risco corre exclusivamente por conta do investidor, pois é este que insere toda a informação relevante: aqui reside o fator-chave desta modalidade. Por se tratar de uma nova realidade tecnológica financeira, a sua definição não é precisa, estando constantemente em adaptação face ao desenvolvimento tecnológico, tendo o direito financeiro que acompanhar estas constantes inovações, tornando-se inviáveis definições fechadas.

Os grandes benefícios desta modalidade são a redução dos custos, o fácil acesso e a qualidade do serviço prestado, principalmente para os investidores, porquanto, para os intermediários financeiros o grande benefício, aliado aos referidos, é o acesso a um maior número de potenciais clientes.

Contudo, também existem desvantagens que advêm do facto de não ser feito um aconselhamento personalizado, não tendo em consideração as especificidades de cada investidor individual. Não esquecer os inúmeros casos de pirataria informática que colocam em risco a segurança e seriedade dos conselhos prestados.

A grande consequência que surge com a disseminação da consultoria robótica é o enfraquecimento da consultoria dita “tradicional”, diminuindo a sua oferta e o seu impacto.

Mas esta tem uma grave falha, que consiste na inexistência de uma vertente dialógica do aconselhamento personalizado; vertente esta que é importante na caracterização do serviço em questão, pois permite identificar, dentro do perfil do investidor, necessidades e fragilidades do mesmo, que não conseguem ser contemplados por um algoritmo. A confiança tem um papel crucial no serviço em causa, pelo que a falta de relação perito-leigo torna-se prejudicial, porquanto um algoritmo não consegue ter em conta nuances existentes no perfil do investidor, não existindo um perfil igual ao outro.

Ora, cumpre apresentar a definição de ontologia que é o conhecimento do significado dos objetos de determinado tópico, isto é, o conjunto estruturado de termos e conceitos que representa um conhecimento sobre o mundo. Assim, no nosso caso, o robô conhece a ontologia dos mercados financeiros, e apenas tem estes conhecimentos; o ser humano, por sua vez, tem uma ontologia mais abrangente, o que lhe permite uma adaptação mais fácil aos pormenores e especificidades. Estamos perante sistemas de classificação que não permitem dinamismo adaptável, não tendo capacidade de se adaptar à situação, não conseguindo alcançar a infinidade de probabilidade da realidade prática.

Neste ponto, cumpre questionarmo-nos sobre a natureza jurídica da consultoria robótica, e quais as normas que se lhe aplicam. Alguma doutrina defende que este serviço não se deve subsumir no serviço consultoria para investimento, na aceção do artigo 294.º do CVM: o dever de adequação não pode ser cumprido no âmbito da consultoria financeira robótica, pois não reflete as necessidades concretas do cliente. Mas a veracidade deste argumento, depende do caso concreto, das informações que cada plataforma impõe aos seus clientes antes de aconselhar.

Outra questão são os deveres de informação a que os intermediários de crédito estão sujeitos, e, mais ainda, aqueles que oferecem o serviço de consultoria para investimento que têm deveres de informação adicionais.

É preciso uma compreensão do regime da DMIF I e do que este previa para perceber as diferenças entre aquele e o regime da DMIF II. No caso da primeira diretiva⁶⁵, a utilização da expressão “recomendação personalizada” significava que o conselho estava reservado a alguns instrumentos que se demonstravam como indicados para o cliente ou atendiam às circunstâncias que envolviam o cliente, não sendo exigido acordo escrito.

O cliente tem de fornecer informações corretas e atualizadas à empresa, pois só assim esta pode recomendar o instrumento financeiro mais adequado ao cliente. Surge, aqui, a denominada avaliação de adequação, que consiste na elaboração de inúmeras perguntas por parte da empresa, relativas aos objetivos de investimento do cliente, à sua situação financeira e aos seus conhecimentos e experiência⁶⁶.

3.1. Avaliação da adequação

A preocupação do legislador europeu com a informação foi a catapulta da avaliação da adequação, tendo sido criado um conjunto de deveres de informação desde a indicação da amplitude da análise do mercado até à indicação do custo do serviço (artigo 24.º/4 da DMIF II).

Esta avaliação de adequação é uma materialização do dever de adequação, que consubstancia um dever de lealdade positivo⁶⁷, impondo ao intermediário financeiro que atue no melhor interesse do cliente-investidor. Vamos apenas desenvolver este dever à

Em princípio, nada impede que estes deveres de informação sejam integralmente cumpridos na consultoria robótica, porém, sempre dependerá do procedimento interno de cada uma das plataformas. Mais do que discutir qual a natureza jurídica desta modalidade, o legislador deve regular os procedimentos internos de cada plataforma, bem como os dados que devem ser exigidos aos investidores, assegurando assim que os deveres de adequação e informação são respeitados em toda a sua amplitude. Dito isto, entendemos que devem ser aplicadas as mesmas normas que se aplicam à consultoria para investimento, não se demonstrando necessárias novas normas, mas novas orientações.

Para mais desenvolvimentos, ver A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 332-334; A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Inteligência artificial e consultoria robótica (Automation in Financial Advice)* em *FinTech: desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro / Ana Perestrelo de Oliveira / Diogo Pereira Duarte, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 205-220; ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation in Financial Advice*, s.d., mas 2016.

⁶⁵ Com a adoção da Diretiva 2004/39/CE e devido à dependência crescente dos investidores em relação a recomendações personalizadas, a prestação de serviços de consultoria para investimento foi equiparada a um serviço de investimento. Cfr. considerando (70) da DMIF II.

⁶⁶ ESMA, *Guia de Investimento*, 2012, p. 3, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-682_guide_to_investing_-_pt.pdf (consultado a 9 de maio de 2018).

⁶⁷ A desenvolver no *ponto 3.4.1.* do Capítulo IV.

luz da temática da consultoria para investimento, sem deixar de lograr a importância acrescida do mesmo com a entrada em vigor da DMIF II⁶⁸.

O dever de adequação, em sentido amplo, pressupõe (sem deixar de parte as particularidades do caso concreto) quatro dimensões⁶⁹: (i) o dever de se informar; (ii) o dever de adequação em sentido estrito; (iii) o dever de aconselhamento fundado na informação recolhida; e (iv) o dever de conhecer os produtos aconselhados⁷⁰.

No que concerne ao dever de se informar, temos que atender ao disposto no n.º 2 do artigo 25.º da DMIF II que estabelece que informações necessárias é que o intermediário financeiro tem que obter do seu cliente, que são as relativas (i) aos conhecimentos e experiência do cliente (ou potencial cliente) em matéria de investimento, relativamente ao tipo específico de produto ou serviço em questão; (ii) à sua situação financeira, incluindo a capacidade de suportar os riscos e perdas; e (iii) aos objetivos financeiros prosseguidos pelo cliente (ou potencial cliente), o que inclui, principalmente, a sua tolerância ao risco⁷¹.

Ora, torna-se essencial referir, ainda, a importância de o intermediário financeiro conhecer o seu cliente bem como o produto (*know your customer / know your product*).

O princípio *know your customer* encontra-se, hoje, aprofundado no n.º 2 do artigo 25.º da DMIF II, que refere a tolerância ao risco bem como a capacidade de suportar perdas como fatores a serem analisados pelo intermediário financeiro. Daqui decorre a importância de o intermediário financeiro manter informação atualizada sobre os seus clientes, daí a necessidade de indicar se apresenta uma avaliação periódica da adequação dos produtos, o que dá um crivo de credibilidade ao conselho.

No que se refere ao princípio *know your product*, a DMIF II centra o seu foco nos conhecimentos e competências dos intermediários financeiros em matéria de instrumentos financeiros e serviços de investimento (n.º 1 do artigo 25.º da DMIF II). Neste ponto a ESMA determina que cada um dos Estados-membros deve publicar

⁶⁸ Dever de adequação consagrado nos artigos 314.º a 314.º-D do CVM, complementados com o Regulamento Delegado DMIF II e o Regulamento da CMVM n.º 2/2007.

⁶⁹ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II*, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, 2019, p. 11.

⁷⁰ Artigo 54.º, n.º 9, do Regulamento Delegado DMIF II.

⁷¹ Artigo 54.º, n.º 2, do Regulamento Delegado DMIF II. De salientar que cabe ao intermediário financeiro, de acordo com o n.º 1 do preceito referido, explicar ao cliente (ou potencial cliente) que este procedimento tem em vista a prossecução dos seus interesses.

critérios que permitam avaliar esses conhecimentos e competências. Assim sendo, estas *Guidelines* da ESMA permitem acrescentar uma garantia ao teste de adequação, em que o intermediário financeiro deve “(i) *identificar o mercado-alvo*, (ii) *assegurar a consistência geral dos produtos oferecidos com as necessidades, características e objetivos dos clientes-alvo (o que obriga a conhecimento mais avançado dessa base de clientes)*; (iii) *comercializar o produto junto do mercado-alvo.*” (ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA)⁷²

Por fim, não cabe apenas ao intermediário financeiro coligir a informação, tendo de garantir a fiabilidade da mesma⁷³.

Após o cumprimento destes deveres, e “*salvo se tiver conhecimento, ou devesse ter conhecimento, de que as informações estão manifestamente desatualizadas ou são inexatas ou incompletas*”⁷⁴, pode o intermediário financeiro confiar nas informações prestadas pelo cliente. Se a informação necessária para proceder à avaliação de adequação não for obtida por parte da empresa (incluindo o caso de ter sido impossibilitada de obter a informação), esta não pode emitir uma recomendação ou tomar decisões em nome do cliente⁷⁵.

Seguindo o caminho a que nos propusemos, segue-se a dimensão do dever de adequação em sentido estrito, que consiste na identificação do instrumento financeiro adequado depois da recolha das informações necessárias⁷⁶.

Este dever também toma em consideração as dimensões já referidas em relação ao dever de informar: esta é a base, contudo, podem surgir elementos adicionais (v.g., o n.º 11 do artigo 54.º do Regulamento Delegado DMIF II, que refere como elementos a ter

⁷² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – O novo direito dos valores mobiliários, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 221-223.

⁷³ Artigo 54.º, n.º 7, elenca exemplificativamente os procedimentos a adotar pelo intermediário financeiro.

⁷⁴ Artigo 55.º, n.º 3, do Regulamento Delegado DMIF II.

⁷⁵ Caso o investidor pretenda que uma empresa compre ou venda um instrumento financeiro sem lhe prestar serviços de consultoria, é através da verificação do caráter apropriado do produto para o investidor que a empresa vai seguir um de dois caminhos: 1. Se verificar que tem conhecimentos e experiência suficientes para avaliar o risco avança com a transação; 2. Se assim não for, notifica o investidor indicando que não considera a transação proposta adequada ou que as informações que dispõe não são suficientes – neste caso se o investidor optar por avançar com a transação será por sua conta e risco. ESMA, *Guia de investimento*, 2012, p. 4.

⁷⁶ Sobre a natureza jurídica do dever de adequação ver A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II*, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, 2019, pp. 17-18.

em conta os custos e benefícios quando estejamos perante uma mudança de investimento devido ao aconselhamento efetuado).

De denotar, a importância de entregar, juntamente com o aconselhamento prestado, as razões que subjazem àquele conselho que correspondem às necessidades e ao perfil do cliente, não se encontrando dependente da conclusão da transação, e podendo mesmo ser desaconselhada (artigo 25.º/6 da DMIF II).

O regime da consultoria para investimento na DMIF I não estava relacionado com nenhum tipo de entendimento contratual, ou seja, a avaliação de adequação era uma obrigação legal que não surgia de um contrato específico, sendo mera consequência das comunicações específicas existentes entre as empresas de investimento e o cliente.

Contudo, este regime era problemático: o aconselhamento podia ser aproveitado por um vendedor para promover um produto financeiro desadequado ao cliente. No contencioso cível, torna-se árdua a prova relativamente à factualidade assente destas recomendações pessoais como expressão de um serviço de consultoria para investimento “não contratualizado” (sobre esta questão ver *supra* 1.).

As empresas de investimento começaram a distinguir entre promoção, orientação e aconselhamento, criando ambiguidades que levantavam problemas de ónus de prova ao cliente, ao querer provar que a empresa não apenas distribuía, mas também aconselhava, aconselhamento este realizado fora de uma estrutura contratualmente regulada.

É atendendo aos casos concretos do quotidiano, e aos inúmeros investidores que foram lesados devido a este comportamento desleal por parte dos intermediários financeiros, e para proteger aquele que é um dos objetivos principais da regulação dos mercados financeiros, e elemento essencial para o funcionamento saudável dos mercados, que é a confiança dos investidores, que entendemos que se torna cada vez mais importante que o conceito de conselho seja ampliado, e que a não obrigação de contrato sob a forma escrita, permita a existência de um contrato de consultoria para investimento como um *collateral contract*.

Cumpra agora saber se a DMIF II⁷⁷ apresenta melhorias ou não – e, em caso de resposta positiva, quais são – e se vem clarificar esta área até então cinzenta. A DMIF II dá ênfase, não ao conteúdo típico do contrato de consultoria para investimento, mas aos deveres de informação sobre os intermediários financeiros, estabelecendo um novo conjunto destes deveres⁷⁸. Sendo assim, a empresa de investimento que presta a respetiva consultoria tem de informar o cliente, atempadamente, sobre três questões específicas (alínea a) do n.º 4 do artigo 24.º da DMIF II). A saber⁷⁹:

1. se o conselho é independente ou não;
2. se se baseia em análises amplas ou restritas de instrumentos financeiros;
3. e se a empresa avaliará periodicamente a adequação dos instrumentos financeiros recomendados e informará o cliente sobre suas conclusões.

Podemos então concluir que a DMIF II introduz dois novos desenvolvimentos importantes na regulamentação da consultoria para investimento: (i) regula as informações que devem ser fornecidas ao cliente antes da prestação do serviço de consultoria para investimento e (ii) introduz a distinção entre aconselhamento independente e não independente⁸⁰.

3.2. As três questões específicas que o consultor tem de responder

- **O conselho é, ou não, independente?**

A opção por um dos tipos de consultoria para investimento é da iniciativa das empresas de investimento que têm, assim, autonomia para decidir se vão oferecer serviços de consultoria para investimento independente ou não independente. Contudo, são obrigados a informar antecipadamente os clientes do regime de consultoria para investimento que prestam.

⁷⁷ O regime relativo à consultoria para investimento da DMIF II não é uma revolução, mas sim uma evolução face à DMIF I. Ver MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 2.

⁷⁸ O considerando (72) da DMIF II estabelece que é adequado exigir às empresas de investimento que prestam serviços de consultoria para investimento que “*comuniquem o custo do aconselhamento, clarifiquem a base do aconselhamento que prestam, nomeadamente a gama de produtos que consideram ao fornecer recomendações personalizadas aos clientes, se prestam serviços de consultoria para investimento de forma independente e se proporcionam aos clientes uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros que lhes forem recomendados*”.

⁷⁹ Ver ARTHUR COX, *MiFID II Series: Investment Advice*, 2017, p. 2-3.

⁸⁰ Ver ISABEL AGUILAR ALONSO, *La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II)*, Actualidad Jurídica Uribe Menéndez, Madrid, 2014, pp. 94-95.

Se o conselho for rotulado como “independente”, nos termos da alínea a) do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II⁸¹, a empresa de investimento deve avaliar “*uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, que devem ser suficientemente diversificados quanto ao seu tipo e emitentes ou fornecedores de produtos para garantir que os objetivos de investimento do cliente possam ser adequadamente satisfeitos*”. Acrescenta ainda, que esta gama de instrumentos financeiros não deve estar limitada a instrumentos financeiros emitidos ou fornecidos pela (i) empresa de investimento em si ou por entidades com ligações estreitas com esta; ou (ii) outras entidades com as quais a empresa de investimento tenha relações jurídicas ou económicas estreitas, tais como relações contratuais – impõe-se esta exigência para não correr o risco de prejudicar a base independente do aconselhamento prestado⁸².

Outra exigência que nos surge com a classificação “independente” é que a empresa de investimento que ofereça serviço de consultoria para investimento independente não aceite nem retenha remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários⁸³ pagos ou concedidos por qualquer terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro – este terceiro tem de o ser relativamente à prestação do serviço aos clientes (alínea b) do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II)⁸⁴.

Além disto, as empresas de investimento estão proibidas de estabelecer sistemas de remuneração ou metas de vendas que sejam encaradas pelos colaboradores como incentivos para recomendar determinado instrumento financeiro para um cliente, quando outro seria mais adequado ao portfólio deste último (n.º 10 do artigo 24.º da DMIF II)⁸⁵.

Quando se trate de consultoria para investimento não independente, estes benefícios referidos já são permitidos⁸⁶: o legislador europeu entende que mais vale um

⁸¹ Cfr. artigo 53.º do Regulamento Delegado DMIF II.

⁸² Cfr. considerando (73) da DMIF II.

⁸³ Exceto as prestações não monetárias não significativas que: (i) possam melhorar a qualidade do serviço prestado a um cliente e (ii) que pela sua dimensão e natureza não se possa considerar que prejudiquem a obrigação da empresa de investimento agir no melhor interesse do cliente (artigo 24.º/7/b) DMIF II). Ver, ainda, considerando (29) da Diretiva Delegada DMIF II.

⁸⁴ Cfr. artigo 12.º da Diretiva Delegada DMIF II.

⁸⁵ ISABEL AGUILAR ALONSO, *La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II)*, Actualidad Jurídica Uribe Menéndez, Madrid, 2014, pp. 94-95.

⁸⁶ “As empresas de investimento devem dispor de sistemas, controlos e procedimentos que lhes permitam identificar e gerir os conflitos de interesses que possam surgir aquando da prestação de serviços de investimento a um cliente de investimento para participar numa nova emissão, sempre que a empresa de

conselho não independente do que nenhum conselho. A experiência do Reino Unido da RDR⁸⁷ não foi seguida. Enquanto a RDR proíbe que todas as empresas de investimento que oferecem aconselhamento, seja este de caráter “independente” ou de caráter “restrito”, recebam remunerações ou outros benefícios de terceiros, a DMIF II aplica a proibição exclusivamente a empresas que pretendem ser “independentes”⁸⁸.

Do referido até agora, podemos concluir que a “independência” é um rótulo, uma etiqueta DMIF II, não sendo um pré-requisito obrigatório de um serviço de consultoria para investimento. A DMIF I nem mencionava independência. A DMIF II veio estabelecer regras claras para a promoção de um serviço de consultoria para investimento como “independente” em resposta a um paradigma de autopromoção por parte de empresas de investimento como consultores independentes, autopromoção esta que só podia ser contestada com base em *marketing* enganoso.

- **O conselho baseia-se em análises amplas ou restritas de instrumentos financeiros?**

Como *suprarreferido*, a empresa de investimento que pretende oferecer serviços de consultoria para investimento independente deve avaliar uma gama suficiente de instrumentos financeiros suficientemente diversos.

Também a este respeito, a DMIF II não segue a distinção RDR⁸⁹ do Reino Unido entre aconselhamento “independente”⁹⁰ e aconselhamento “restrito”⁹¹. Sob essa

investimento recebe comissões, remunerações ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários em relação à organização da emissão.” – n.º 1 do artigo 41.º do Regulamento Delegado DMIF II.

⁸⁷ Desde o final de 2012 que as empresas inglesas que prestam aconselhamento sobre produtos de investimento de retalho a clientes têm de descrever estes serviços como ‘independente’ ou ‘restrito’. Sobre este tema, *vide* FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice*, 2012.

⁸⁸ Com esta alteração legislativa na Inglaterra assistiu-se a uma mudança no modelo de negócios até então operado: as entidades financeiras deixaram de prestar, aos seus clientes de menores recursos, serviços de aconselhamento; uma outra via menos radical optou por segmentar os clientes de acordo com os seus recursos, correspondendo a um serviço de aconselhamento mais ou menos complexo. PAULO COSTA MARTINS, *Consultoria para investimento. A vitória dos independentes?*, Funds People Portugal, 2014. Para mais desenvolvimentos sobre a RDR *vide* HM TREASURY – FCA, *Financial Advice Market Review*, 2016.

⁸⁹ Um mercado relevante para a RDR no contexto do padrão para aconselhamento independente é definido por necessidades de investimento de um cliente e objetivos e não, por exemplo, tipos de produtos ou serviços. Ver FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice*, 2012, p. 4.

⁹⁰ “*a personal recommendation to a retail client in relation to a retail investment product where the personal recommendation provided meets the requirements of the rule on independent advice (COBS 6.2.3R)*” - *Ibidem*, p. 3.

⁹¹ “*a personal recommendation to a retail client in relation to a retail investment product which is not independent advice; or basic advice*” - *Ibidem*, p. 4.

distinção, intermediários financeiros independentes não estão impedidos de considerar e recomendar todos os tipos de produtos de investimento de retalho, enquanto os intermediários financeiros restritos trabalham com uma gama limitada de produtos ou têm em conta um mercado específico, e não cobrem todos os tipos de investimento de retalho que têm capacidade de atender às necessidades e aos objetivos do cliente. No âmbito da DMIF II, um intermediário financeiro independente pode considerar e recomendar uma gama suficiente de produtos de investimento, e, por sua vez, um intermediário financeiro não independente pode potencialmente considerar e recomendar numa base mais ampla de produtos de investimento e ainda assim não ser independente porque recebe comissões de alguns dos provedores ou emissores de produtos financeiros⁹².

A DMIF II estabelece que os Estados-Membros exigirão às empresas de investimento que assegurem e demonstrem às autoridades competentes, mediante pedido, que as pessoas singulares que prestam consultoria ou informações sobre instrumentos financeiros, serviços de investimento ou serviços auxiliares a clientes em nome da empresa de investimento possuem os conhecimentos e as competências necessárias para cumprir o estabelecido nos artigos 24.º e 25.º, as obrigações da DMIF II. Nos termos do artigo 25.º, n.º 1, os Estados-Membros publicarão os critérios a utilizar para avaliar esses conhecimentos e competências.

Outra questão nuclear é saber qual o espectro de instrumentos financeiros necessários para satisfazer o requisito da suficiência – a DMIF II é pouco clara neste ponto. Seguimos a opinião de MARTIN HOBZA que analisando gramaticalmente e sistematicamente a DMIF II, e tendo em conta o seu âmbito, considera que a suficiência reporta para a Secção C do Anexo I da DMIF II: o requisito de avaliação da gama suficiente de produtos aplica-se exclusivamente a instrumentos financeiros na aceção da Secção referida. Contudo, como o próprio autor avança, não exclui a consideração de outras categorias de produtos de investimento, por parte da empresa de investimento, ao

⁹² “Although MiFID II creates prerequisites for independent investment advice to become an investment service with higher added value to more informed and more demanding part of retail clients, it is questionable to automatically deduce from this fact that independent investment advice will be, according to the client's perspective, always of a higher quality than non-independent investment advice, especially in cases where the investment firm materially meets all the requirements laid down by MiFID II for independent investment advice (see below), but will be (albeit partially) remunerated by brokerage fees paid by financial institution, whose investment products the respective client includes in his investment portfolio based on the recommendations of the respective investment firm.” - MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 3.

abrigo do princípio da lealdade, principalmente se a empresa de investimento tem direito à sua distribuição⁹³.

Ou seja, a referida Secção apresenta uma panóplia de produtos de investimento que se encontram abrangidos pela designação “instrumentos financeiros” e quando referimos que tem de ser avaliada uma gama suficiente de produtos, o legislador pretende que seja avaliada uma gama suficiente de instrumentos financeiros. Exemplos destes instrumentos financeiros são os valores mobiliários e contratos de derivados.

○ **Consultoria para investimento independente “limitada”⁹⁴**

Para apreendermos o quadro completo deste requisito temos de responder à questão de saber se as empresas de investimento que concentram a sua atuação numa gama específica de instrumentos financeiros podem beneficiar de uma atenuação das regras estabelecidas no Regulamento Delegado DMIF II.

O parecer técnico da ESMA diz-nos que quando o modelo de negócio ou o âmbito específico do serviço prestado não compara uma gama suficiente de instrumentos financeiros, a empresa de investimento que presta aconselhamento não deve poder reivindicar-se como “independente”⁹⁵.

Todavia, acrescenta no ponto seguinte que uma empresa de investimento que forneça consultoria de investimento numa base independente e que se concentre em certas categorias ou numa gama específica de instrumentos financeiros deve cumprir determinados requisitos.

Sendo assim, a empresa de investimento tem de atrair apenas clientes com preferência por essa gama específica de instrumentos financeiros, e garantir que os clientes identifiquem fácil e rapidamente qual o foco da empresa. Verificada esta realidade e para poder oferecer consultoria para investimento independente, a empresa de investimento tem de garantir que: (i) o cliente indique que apenas está interessado em investir na gama específica de instrumento financeiros que a empresa de investimento

⁹³ MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 4-5.

⁹⁴ *Ibidem*, p. 6.

⁹⁵ Cfr. ESMA, *Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014, p. 147, ponto 2, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/20141569_final_report_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (consultado a 1 de fevereiro de 2019).

concentra a sua atuação; (ii) o modelo de negócio “limitado” corresponde às necessidades e objetivos do cliente; (iii) a gama específica de instrumentos financeiros é adequada para o cliente.

- **A empresa avaliará periodicamente a adequação dos instrumentos financeiros recomendados e informará o cliente sobre suas conclusões?**

Quanto à última das questões esta tornou-se uma exigência na DMIF II porquanto, durante o período de vigência da DMIF I, verificou-se em várias jurisdições europeias a proposição de ações por parte de investidores contra empresas de investimento alegando que era dever do intermediário financeiro prestar informação contínua ao cliente sobre a desvalorização dos instrumentos financeiros que a entidade havia indicado como adequados ao cliente. Não existia uma cláusula contratual específica sobre este assunto que obrigasse os intermediários financeiros ao cumprimento deste dever, alegação por estes avançada⁹⁶.

Por conseguinte, a DMIF II estabeleceu esta exigência, colocando a problemática no campo da informação. O legislador europeu considerou que sendo oferecida esta informação antes da prestação do serviço a relutância do cliente em pagar pelo conselho diminui. Contudo, não podemos deixar de estranhar este entendimento, pois demonstra que, mais das vezes, os incentivos para o intermediário financeiro monitorizar de forma contínua o portfólio do cliente e, conseqüentemente, sugerir alterações, podem não estar alinhados com o interesse do cliente: o intermediário financeiro pode ser pago através de benefícios concedidos por terceiros ou através de honorários pagos pelo cliente.

Assim, este requisito apenas vem proteger as empresas de investimento, porquanto, apenas tendo de informar se avalia periodicamente a adequação dos instrumentos financeiros recomendados e se informará o cliente sobre suas conclusões, não se encontrando uma efetiva proteção dos interesses prosseguidos pelo cliente: o custo do serviço certamente encarecerá, pelo que não irá diminuir a relutância do cliente-investidor pagar pelo conselho.

⁹⁶ Ver PAOLO GIUDICI, *Part II Investment Firms and Investment Services, 6 Independent Financial Advice, Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford Legal Research Library, 2017, p. 7.

4. A aplicação do termo ‘independente’⁹⁷

Durante o nosso excuro temos aplicado o termo ‘independente’ tanto quando referimos consultoria para investimento como quando referimos conselho, o que suscita a questão de saber se o intermediário financeiro pode rotular os seus conselhos como independentes com alguns clientes e não independentes com outros. A resposta depende se o termo ‘independente’ tem por referência o serviço ou a empresa⁹⁸.

O texto da DMIF II não esclarece, nem é simples perceber a resposta dada à questão pelo legislador europeu⁹⁹. No entanto, a alínea a) do n.º 4 do artigo 24.º da DMIF II, parece vincular o adjetivo independente ao serviço e não à empresa («quando for prestada consultoria para investimento, a empresa de investimento informa...») – cfr. artigo 52.º do Regulamento Delegado DMIF II¹⁰⁰. O mesmo parece ser verdade nos termos do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II (cfr. artigo 53.º do Regulamento Delegado DMIF II).

Se este entendimento das regras da DMIF II estiver correto, uma empresa de investimento pode, por exemplo, oferecer aconselhamento independente a clientes que estejam dispostos a pagar pelo serviço, oferecendo aconselhamento não independente a clientes que não estão preparados para enfrentar os seus custos ou que não podem sustentar os mesmos. Considerando o referido, concluímos que não existe um consultor ‘independente’ na DMIF II; ao invés, há ‘serviço de consultoria independente’.

⁹⁷ Ver MARTIN HOBZA, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017, p. 3; ÖSTERREICHISCHER VERBAND FINANCIAL PLANNERS, *MiFID II, WAG 2018 und interessenkonfliktfreie Beratung Anforderungen na Zertifikatsträger*, Viena, 2017, p. 2.

⁹⁸ Ver PAOLO GIUDICI, *Part II Investment Firms and Investment Services, 6 Independent Financial Advice, Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford Legal Research Library, 2017, p. 8.

⁹⁹ Cfr. ESMA, *Final Report ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014, pp. 108-110, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/20141569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (consultado a 1 de fevereiro de 2019).

¹⁰⁰ “Sempre que seja oferecida ou prestada consultoria ao mesmo cliente numa base independente e não independente, as empresas de investimento devem explicar o âmbito de ambos os serviços, para permitir que os investidores compreendam as diferenças entre ambos, e não se devem apresentar como consultores para investimento independentes para a atividade global. As empresas não devem dar destaque indevido aos seus serviços de consultoria para investimento numa base independente em relação aos serviços de consultoria para investimento numa base não independente nas suas comunicações com os clientes.” (artigo 52.º do Regulamento Delegado DMIF II)

Por conseguinte, o regime da DMIF II aplicando-se ao serviço e não à empresa faz transparecer que a mesma empresa para investimento pode oferecer consultoria para investimento independente a determinados clientes, continuando a oferecer serviços de distribuição para outros clientes. A empresa pode, assim, promover-se como consultora independente quando na prática é, a título principal, distribuidora de instrumentos financeiros. Estamos assim perante uma agravante de problemas relacionados com conflitos de interesses.

Os investidores não qualificados mais das vezes não leem os longos contratos que assinam, confiando naquilo que a pessoa com quem interagem lhes informa, assim como no marketing da empresa, podendo, desta forma, o rótulo ‘independente’ continuar a ser usado para atrair clientes, oferecendo depois instrumentos financeiros distribuídos.

É-nos apresentado um novo cenário de ambiguidade, sem uma alteração assinalável do problema, dado as empresas poderem continuar a denominar-se como consultoras independentes, fazendo os investidores não qualificados acreditar que as orientações dos intermediários financeiros são conselhos e, pior ainda, são conselhos independentes. A DMIF II não apresenta solução para a dificuldade de ajudar os clientes a distinguir entre “conselhos”, “orientação” ou promoção.

O problema é que a DMIF II aborda principalmente questões de informação, sobretudo as relacionadas com o aconselhamento independente; não aborda, assim, a questão da ambiguidade que continua sem solução. Esta é a implicação natural de não seguir o caminho do Reino Unido ou da Holanda, impondo conselhos especificamente retribuídos por honorários, pagos pelo cliente para garantir a independência, e não financiados por outras vias. O esforço de política da DMIF II é orientar os investidores, especialmente os investidores não qualificados, para serviços de consultoria apenas com honorários.

Ademais, a exigência da declaração escrita de adequação é uma boa ideia (n.º 6 do artigo 25.º da DMIF II)¹⁰¹. No entanto, se for rigorosamente interpretada, tornar-se-á cara, pelo tempo que implica a elaboração de uma declaração que pode posteriormente vir a ser usada contra a empresa de investimento.

¹⁰¹ Cfr. considerando (82) da DMIF II.

Os investidores não qualificados, em regra, têm um poder económico inferior ao dos investidores qualificados, pelo que a criação do serviço de consultoria para investimento independente, como forma de melhorar a proteção dos investidores, tem um efeito perverso, porque com deveres adicionais, conseqüentemente, vêm custos adicionais.

A ESMA também deu o seu parecer quanto a esta ambigüidade, referindo que a empresa de investimento que oferece consultoria para investimento independente e não independente “*deve ter requisitos e controlos organizacionais adequados para garantir que os dois tipos de serviços de consultoria e consultores estejam claramente separados uns dos outros. Para este fim, a empresa não deve permitir que uma pessoa relevante¹⁰² forneça aconselhamento independente e não independente. Esses requisitos e controlos devem também garantir que os clientes não fiquem confusos sobre o tipo de aconselhamento que estão a receber e recebam o tipo de conselho apropriado para eles.*”¹⁰³

A melhor solução para esta questão - apresentada na alínea c) do n.º 3 do artigo 53.º do Regulamento Delegado DMIF II, *ex vi* do n.º 8 do artigo 294.º do CVM - é que a empresa de investimento que queira oferecer consultoria para investimento independente e não independente separe os modelos de organização, clarificando o cliente sobre qual o modelo que lhe oferece¹⁰⁴. Esta separação pode ser alcançada de uma forma visível, através de instalações físicas e estruturas funcionais e hierárquicas diferentes; e de uma forma menos visível, com a implementação de procedimentos e controlos operacionais de forma a garantir a segregação. Esta separação é bem-sucedida quando o cliente-investidor não se sinta confuso com a modalidade de consultoria para investimentos que está a ser prestada.

De salientar, que esta obrigação tem em vista cumprir dois objetivos: (i) garantir de forma clara a separação dos consultores, encontrando-se vedada a hipótese de um mesmo consultor prestar as duas modalidades de consultoria para investimento, e (ii)

¹⁰² São os representantes das empresas de investimento - ESMA, *Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014, p. 155, ponto xi, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/20141569_final_report_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (consultado a 4 de junho de 2019).

¹⁰³ Cfr. *Ibidem*, p. 148, ponto 4.

¹⁰⁴ ANDREAS HACKETAL, *Financial Advice, Financial Regulation, A Transatlantic Perspective*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2015, p. 257.

garantir que o cliente- investidor não tenha dúvidas quanto à modalidade de consultoria para investimento que recebe^{105_106}.

5. A consultoria para investimento independente em Portugal

A entrada em vigor do pacote regulamentar DMIF II/RMIF foi estabelecida para o dia 3 de janeiro de 2018; no entanto, o legislador nacional efetuou a transposição da DMIF II na Lei n.º 35/2018, de 20 de julho que entrou em vigor apenas a 8 de agosto.

A nova lei limita-se a transpor, pelo menos no que concerne à consultoria para investimento, o que já vem referido na DMIF II, pelo que referimos apenas os aspetos que consideramos mais importantes.

O CVM indica que o mesmo intermediário financeiro não pode prestar consultoria para investimento independente e não independente, pelo que o intermediário financeiro tem de ter instalações físicas e estruturas funcionais e hierárquicas segregadas (n.º 8 do artigo 294.º CVM); tem ainda de garantir que os clientes não são confundidos a respeito da modalidade de consultoria para investimento que está a ser prestada (n.º 7 do artigo 301.º CVM).

É aditado o artigo 305.º-G que sublinha a importância da qualificação profissional dos consultores, tendo esta de ser garantida pela empresa de investimento.

De acordo com o n.º 3 do artigo 312.º-H CVM, o documento de avaliação da adequação do instrumento aconselhado tem de indicar, pelo menos, de quem partiu a iniciativa do aconselhamento prestado (intermediário financeiro ou cliente) e qual a modalidade de consultoria, um resumo do aconselhamento prestado, bem como a justificação da adequação do mesmo às circunstâncias pessoais do cliente, quais os

¹⁰⁵ SOFIA LEITE BORGES, *A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)*, Revista de Direito das Sociedades, VIII, n.º 2, Coimbra, 2016, pp. 295-297.

¹⁰⁶ “Sem prejuízo do acima exposto, a proibição de uma mesma pessoa singular prestar simultaneamente serviços de consultoria em base dependente e independente não impede, por um lado, que ao mesmo cliente sejam prestados ambos os serviços pelo mesmo intermediário financeiro, não impedindo também que seja mantida uma pessoa única de contacto com o cliente. A pessoa de contacto com o cliente posiciona-se entre o cliente e o consultor, não prestando serviços de consultoria, mas antes encaminhando o cliente para o consultor adequado, consoante o tipo de serviço de consultoria prestado. Nesta ótica a pessoa de contacto com o cliente não será abrangida pela proibição de clara separação de consultores para o investimento em base dependente e independente” – *Ibidem*, pp. 296-297.

instrumentos financeiros aconselhados e, ainda, a data e hora da entrega do documento ao cliente.

Os deveres de informação são reforçados (artigo 313.º CVM), bem como são estabelecidos os requisitos que levam à consideração de um benefício como legítimo porque reforça a qualidade do serviço prestado, transpondo os preceitos da Diretiva Delegada DMIF II (artigo 313.º-A CVM)¹⁰⁷. O n.º 3 do artigo 313.º-B CVM estabelece quais os benefícios não monetários não significativos excecionados de a proibição dos intermediários financeiros não poderem aceitar benefícios não monetários.

¹⁰⁷ PLMJ, *A DMIF II/RMIF*, Nota informativa, 2017, p. 3.

IV. Conflitos de interesses

No presente capítulo vamos discorrer sobre a emergência dos conflitos de interesses nos mercados financeiros, em particular na consultoria para investimento (inserindo o conceito de *credence goods*). Propomo-nos a delimitar o seu conteúdo e a estudar formas de prevenir ou solucionar o seu surgimento. O objetivo último será perceber como é que a consultoria para investimento independente surge como forma de evitar conflitos de interesses, bem como, a possibilidade de este novo tipo de investimento fazer surgir novos conflitos de interesses.

O aumento da complexidade dos produtos financeiros e a globalização levam ao aumento da especialização e divisão do trabalho. Este desenvolvimento aumenta a necessidade de confiança entre as pessoas que, conseqüentemente, facilita o surgimento de conflitos de interesses. No caso da intermediação financeira a proteção dos investidores no que concerne à emergência de conflitos de interesses assume um papel ainda mais relevante devido à importância dos mercados financeiros para a economia como um todo e para o bem-estar da população.

Como tem sido sublinhado ao longo deste excurso, um intermediário financeiro pode oferecer mais do que um serviço ou atividade de investimento, ou ainda, outras atividades não relacionadas com a intermediação financeira (v.g., trabalhadores de bancos), o que pode implicar, de forma potencial, um conflito entre esses serviços e atividades, seja de forma individual, ou inserido numa estrutura de grupo.

Num mundo utópico, em que os investidores que atuam nos mercados financeiros são racionais, estes têm em consideração os conflitos de interesses e como estes influenciam a atuação das empresas de investimento, tornando-se desnecessária a atuação dos Estados através da regulação dos conflitos de interesses. De acordo com os economistas, se todas as partes formarem as suas expectativas racionalmente, o surgimento de conflitos torna-se mais difícil, e mesmo que apareçam, clientes racionais diminuem o valor que estão dispostos a pagar pelo bem/serviço, se acreditarem que serão drasticamente afetados por esses conflitos¹⁰⁸.

¹⁰⁸ HAMID MEHRAN, RENÉ M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, Journal of Financial Economics, Volume 85, Issue 2, agosto 2007, pp. 267-296.

Mas nem todos os investidores são racionais, e com a complexificação acima referida, a importância da confiança na atuação dos intermediários financeiros aumenta gradualmente. Entre os intermediários financeiros e os clientes-investidores existem assimetrias ao nível da informação, que facilita o aparecimento dos conflitos de interesses, principalmente, quando o investidor não pode verificar a qualidade do bem/serviço que adquire e o intermediário financeiro pode comprometer essa mesma qualidade de uma forma não alcançável pelo investidor (*credence goods*).

Considerando a problemática em questão, são necessários mecanismos para impedir o surgimento de conflitos de interesses ou, surgindo, para os solucionar, apresentando-se como um mecanismo importante para controlar os conflitos de interesses a via jurídica, através de ações legais e regulatórias.

Seguindo SOFIA LEITE BORGES, a “*noção de conflito de interesses tem origem extra-jurídica e pressupõe, na linguagem comum, a existência de dois (ou mais) cursos de acção possíveis que, de forma mais ou menos intensa, puxam em direcções diferentes ou opostas. Nesta acepção natural ou fáctica, o conflito de interesses pode verificar-se relativamente a um só sujeito ou relativamente a dois ou mais sujeitos em relação. Neste sentido, há conflito de interesses quando uma pessoa quer uma coisa e, simultaneamente, quer outra (conflito interno), ou quando duas ou mais pessoas em relação, querem coisas opostas, incompatíveis e inconciliáveis (conflito externo)*”¹⁰⁹.

Contudo, o direito faz uma valoração jurídica deste conflito fáctico com o objetivo de estabelecer uma dimensão jurídica relevante do conflito de interesses.

Esta valoração jurídica dos conflitos de interesses revela-se através da determinação de regras de comportamento que as partes de uma relação devem prosseguir. Nesse contexto, apenas releva o conflito externo, porquanto o Direito não se preocupa com o íntimo da pessoa, mas sim com a relação entre uma ou mais pessoas e, ainda, esta relação não tem como ponto de partida a existência de interesses conflitantes (como no caso da compra e venda, em que o vendedor procura a maximização do lucro e o comprador procura o melhor preço-qualidade).

¹⁰⁹ Cfr. SOFIA LEITE BORGES, *A regulação geral do conflito de interesses na DMIF*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 1, 2007, p. 3, disponível em <https://blook.pt/publications/publication/a9680b32d174/> (consultado a 22 de maio de 2019).

A confiança é a base de qualquer relação contratual, e atendendo a esta realidade, o comportamento desleal é reprovado, pois verifica-se a violação da confiança de uma das partes que deveria ter visto o seu interesse prosseguido pela outra parte, que optou, assim, por obter um ganho pessoal. Concluímos que um dos interesses em causa é mais importante e valioso do que outro, ou seja, é o interesse objeto de tutela por parte do Direito: esta tutela verifica-se com a imposição de dado comportamento à parte que pode decidir o conflito de interesses em seu favor, ou mesmo a abstenção de uma ação considerada censurável. No caso dos serviços de investimento (como a consultoria para investimento, seja ou não independente) o interesse objeto de tutela pelo Direito é o interesse do cliente-investidor.

É através da presunção do sentido de escolha por parte daquele que tem a possibilidade de atuar no seu interesse em detrimento do interesse da contraparte, que o Direito previne a tentação, procurando eliminar a possibilidade / oportunidade, evitando, assim, o próprio surgimento do conflito de interesses.

No caso da intermediação financeira, são vários os interesses que os intermediários financeiros têm de gerir, podendo ser estes contrastantes ou concorrentes: dos investidores, dos emitentes, dos clientes e, ainda, os seus interesses próprios, na medida em que exercem a atividade a título profissional, sendo remunerados por esta, procurando, por conseguinte, prestar o maior número de serviços ao maior número de clientes, tendo em vista aumentar as suas fontes de rendimento.

Ainda existe uma realidade que faz emergir conflitos de interesses: os intermediários financeiros podem atuar por conta própria, isto é, concorrem no mercado com os restantes investidores, comprando e vendendo instrumentos financeiros, com vista a obter mais valias com as operações realizadas.

Ademais, os intermediários financeiros podem, ainda, ser emitentes, procurando eles próprios financiamento nos mercados financeiros. Assim, os intermediários financeiros têm um interesse direto em captar as poupanças dos investidores para financiamento próprio, pelo que, a prossecução dos interesses do cliente podem não ser relevados para segundo plano, passando para primeiro plano a prossecução de uma vantagem própria.

A manifestação dos conflitos de interesses assume as mais diversas formas, e no exercício de diferentes serviços e atividade de intermediação financeira, sendo graduado o risco de conflito com o número de serviços e atividades que o intermediário financeiro se dedica.

Os conflitos de interesses têm custos não quantificáveis para os intermediários financeiros, porquanto os clientes-investidores racionais não investem se considerarem que vão ser afetados por conflitos de interesses ou diminuem o valor que estão dispostos a pagar.

Posto isto, vamos numa primeira fase entender o que são *credence goods* e, seguidamente, apresentar uma definição de conflitos de interesses e soluções jurídicas para evitar conflitos de interesses e, por fim, relacionar esta problemática com a consultoria para investimento independente.

1. *Credence goods*

A maioria dos bens ou serviços¹¹⁰ comercializados são dotados de qualidades importantes que não podem ser reveladas através do uso comum ou corrente. Estas qualidades, difíceis ou impossíveis de apreender, mas que desempenham um papel importante para o comprador, são chamadas de características de credibilidade (*credence characteristics*). Assim, *credence goods*¹¹¹ são bens para os quais a decisão do comprador tem por base preocupações sobre *credence characteristics*.

Ou seja, *credence goods* são um tipo de bens ou serviços com qualidades que não podem ser observadas pelo comprador após a compra do mesmo, dificultando a avaliação

¹¹⁰ “The multitude of words denoting the objects of economic exchange (‘goods’, ‘products’, ‘commodities’, ‘brands’, etc.) is not only reflecting a terminological confusion but also different viewpoints on and approaches to quality issues. From a demand-side viewpoint we have ‘goods’ (desirable articles) while a production-oriented viewpoint emphasises ‘products’ (articles) and a trading-oriented viewpoint may be phrased either in the broad categories of more or less standardised ‘commodities’ (articles or raw materials that can be bought and sold) or in the narrow categories of ‘brands’ which are related to a particular organisation (firm, trade organisation, etc.)” – Cfr. ESBEN S. ANDERSEN, *The evolution of credence goods: A transaction approach to product specification and quality control*, 1994, p. 4, disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.130.8978&rep=rep1&type=pdf> (consultado a 13 de maio de 2019).

¹¹¹ Conceito introduzido pela primeira vez em 1973 por Darby e Karni (M.R. DARBY, E. KARNI, *Free Competition and the Optimal Amount of Fraud*. *Journal of Law and Economics* 16 (1), 1973, pp.67–88). Ver, ainda, WINAND EMONS, *Credence Goods and Fraudulent Experts*, *The RAND Journal of Economics*, vol. 28, n.º 1, 1997, pp. 107–119, disponível em www.jstor.org/stable/2555942 (consultado a 2 de junho de 2019).

da sua utilidade. Os exemplos mais comuns são os procedimentos médicos, a reparação automóvel, isto é, serviços especializados - onde se inclui a consultoria para investimento. A agravante destes bens é o facto de que, mesmo *ex post*, os consumidores dificilmente podem determinar a extensão do serviço que foi exigido *ex ante*. Muitas vezes é difícil, se não impossível, descobrir se os reparos foram realmente necessários ou se os tratamentos necessários foram ou não realizados. Como as observações *ex post*, o comprador nunca pode ter certeza da qualidade dos serviços que adquiriu.

*Credence goods*¹¹² expõem uma assimetria entre vendedor e comprador em relação ao conhecimento das qualidades do bem ou serviço objeto de aquisição. Portanto, é necessário que o comprador combine as reivindicações de qualidade do vendedor com informações sobre a credibilidade dessas reivindicações. A credibilidade depende das qualificações do vendedor, ou seja, um registo indiscutível de honestidade, competência e determinação em relação à qualidade do fornecimento em causa.

O comprador tem de confiar no vendedor e / ou no sistema geral de controlo da qualidade. Mas o comprador não precisa aumentar sua confiança no vendedor em relação à confiança cega. Em vez disso, ele pode mostrar credibilidade, ou seja, confiança baseada em evidências externas.

Ao tomar a sua decisão, o comprador, às vezes, inclui características de credibilidade, ou seja, características que o comprador normalmente avalia indiretamente por referência às qualificações do vendedor: se confiar no vendedor não questiona a qualidade do bem ou serviço.

A proteção da confiança dos compradores é, assim, essencial primordialmente quando estejamos perante *credence goods*.

Como já referido no decorrer do nosso excurso, a consultoria para investimento é um *credence good*, pelo que são os intermediários financeiros que, para além de prestarem o serviço em questão, determinam a “quantidade” do serviço que é necessário. Devido à

¹¹² Em contraste com *credence goods* temos, por um lado, *search goods* que são bens com baixos pré-custos, atendendo que a qualidade da informação é obtida pelo comprador através de simples inspeção do bem, ou seja, são bens ou serviços fáceis de avaliar antes da sua aquisição; por outro lado, *experience goods* que são bens difíceis de avaliar antecipadamente em alguns aspetos (v.g. preço-qualidade), mas a informação de qualidade depois de adquirido o bem ou serviço permite tomar decisões de reaquisição de um bem ou serviço. Cf. MURALI PRASAD PANTA, *Business, Consumer and the Government: An Economic and Legal Perspectives (India and Germany)*, Mittal Publications, 2001, p. 14.

crescente complexidade dos produtos financeiros, o cliente não consegue avaliar o serviço *ex post*, impedindo o cliente de determinar a qualidade do serviço. Mais ainda, a complexificação crescente dos produtos financeiros não torna apenas difícil para o cliente determinar a qualidade do serviço, mas também para os intermediários financeiros.

Esta discrepância de informação entre o cliente e o intermediário financeiro cria incentivos para um comportamento oportunista por parte do intermediário, fazendo emergir conflitos de interesses, o que demonstra, uma vez mais a importância da presente dissertação, sendo preciso entender de que forma é que o legislador europeu procurou diminuir esta discrepância de informação e quais as formas de prevenir ou solucionar conflitos de interesses quando estejamos perante um serviço de consultoria para investimento.

2. Definição

No presente ponto vamos analisar a situação atual em relação à definição de conflitos de interesses, apresentando a nossa proposta de definição que nos permitirá perceber que tipos de conflitos de interesses podem surgir na consultoria para investimento, e como, do ponto de vista jurídico, podemos impedir o seu aparecimento ou solucioná-los.

Legislação moderna como *UK Companies Act 2006* define conflito de interesses, mas não define de forma generalizada o que constitui um conflito de interesses¹¹³, focando-se, no essencial, em estratégias para prevenir e resolver esses conflitos específicos.

A definição tem sido, assim, presumida pelos reguladores dos mercados financeiros, bem como pela doutrina, que se preocupa em prevenir e evitar estes conflitos, e não em estabelecer uma definição genérica.

O legislador europeu estabeleceu um conjunto de regras para evitar situações específicas de conflitos de interesses nos mercados financeiros, mas, até agora, não estabeleceu nenhuma definição genérica desta realidade. O Regulamento delegado DMIF II enumera cinco realidades onde surgem conflitos de interesses, porém, apenas é referido um critério para estabelecer uma base do que é um conflito de interesses: tem de existir a

¹¹³ “A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interest of the company” (Parter 10, Chapter 2, 175).

possibilidade de uma desvantagem ou perda para o cliente que é afetado pelo facto de o intermediário financeiro estar perante um conflito de interesses (cfr. artigo 33.º).

De um ponto de vista jurídico-económico¹¹⁴, conflitos de interesses emergem quando um intermediário financeiro tem múltiplos interesses que criam incentivos para agir de forma a abusar ou ocultar informações necessárias para um eficiente funcionamento dos mercados financeiros. Excluem, assim, a perspetiva dos investidores não profissionais que são afetados pelos conflitos de interesses, atendendo que deste ponto de vista a preocupação base é o bom funcionamento do próprio mercado.

Outro ponto de vista é-nos apresentado pela IOSCO¹¹⁵, que define o termo de forma muito ampla, como uma situação em que o interesse de um intermediário financeiro pode ser inconsistente ou divergir dos interesses dos seus clientes, investidores ou outros; também podemos estar perante um conflito entre os interesses de um grupo de clientes e interesses de outro grupo de clientes.

Nesta senda, tendo por base a existência de interesses divergentes como referido pela IOSCO, HAMID MEHRAN e RENÉ M. STULZ, defendem que um conflito de interesses existe quando uma das partes de uma transação pode, de forma potencial, obter uma vantagem ao optar por agir prejudicialmente em relação à outra(s) parte(s) da transação¹¹⁶. Esta definição vai mais além da dada pela IOSCO, porquanto não remete apenas para interesses divergentes, mas para as consequências que advêm de prosseguir o interesse próprio e não o da contraparte.

Este ponto de vista parece-nos insuficiente, atendendo que não nos oferece um recorte mais preciso do que deve ser considerado como conflito de interesses de um ponto de vista jurídico.

Existe, ainda, quem coloque na base da questão a confiança. Assim, outros autores definem conflitos de interesses como situações em que uma parte tem um dever fiduciário

¹¹⁴ Cf. ANDREW CROCKETT, TREVOR HARRIS, FREDERIC S. MISHKIN, EUGENE WHITE, *Conflicts of Interests in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the World Economy, No. 5, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Geneva, 2004.

¹¹⁵ IOSCO, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report*, novembro 2007, p. 4.

¹¹⁶ Cfr. HAMID MEHRAN, RENÉ M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, Journal of Financial Economics, Volume 85, Issue 2, agosto 2007, pp. 267-296.

e esta mesma parte atua de forma inconsistente relativamente a esse mesmo dever¹¹⁷. Seguindo a lógica da posição anterior, outra definição de conflitos de interesses tem por base uma posição de confiança de uma das partes¹¹⁸.

Consideramos que estas definições não podem ser aceites de forma plena, atendendo ao facto de que um serviço prestado por uma parte a outra exige sempre uma relação de confiança, porém, não é possível determinar o nível desta relação/posição. Acresce que a existência de conflitos de interesses não pressupõe uma atuação efetivamente contrária a esses interesses, mas apenas o risco de essa atuação contrária suceder. Assim, apesar das definições oferecidas pela IOSCO e por HAMID MEHRAN e RENÉ M. STULZ serem demasiado amplas, estas entendem que existe um conflito de interesses sempre que (i) é pressuposto que estamos perante interesses divergentes e (ii) de que a atuação do intermediário financeiro pode provocar uma vantagem para si ou para terceiros se prejudicar os interesses do cliente – o intermediário financeiro não tem de, na prática, atuar contra o interesse do cliente para estarmos perante um conflito de interesses.

De referir que segundo HAMID MEHRAN e RENÉ M. STULZ, a existência de um conflito de interesses numa instituição financeira não tem como consequência, necessariamente, um impacto adverso nos seus clientes. Mesmo afetando as ações das instituições referidas, podem não prejudicar os seus clientes, isto se os clientes tiverem em consideração, de forma racional, a afetação desses conflitos nas decisões das instituições financeiras. A natureza do impacto dos conflitos de interesses nos clientes das instituições financeiras é uma questão empírica¹¹⁹. Não acompanhamos este ponto de vista, porquanto não basta aos investidores estarem atentos, nem estamos perante uma questão meramente empírica, porquanto afeta todo o modo de funcionamento dos mercados financeiros, não sendo possível avaliar de forma exata qual o impacto que os conflitos têm nos clientes.

¹¹⁷ West's Encyclopedia of American Law define deste modo conflito de interesses: "A term used to describe the situation in which a public official or fiduciary who, contrary to the obligation and absolute duty to act for the benefit of the public or a designated individual, exploits the relationship for personal benefit, typically pecuniary".

¹¹⁸ Merriam-Webster dictionary define conflito de interesses considerando a existência de uma posição de confiança: "a conflict between the private interest and the official responsibilities of a person in a position of trust".

¹¹⁹ Para mais desenvolvimentos cfr. HAMID MEHRAN, RENÉ M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, Journal of Financial Economics, Volume 85, Issue 2, agosto 2007, pp. 270-271.

KUMPAN e LEYENS explicitam que um conflito de interesses emerge quando uma pessoa que tem o dever legal de prosseguir o interesse de outra parte da relação (o cliente), tem que decidir de que forma vai prosseguir o interesse dessa parte, e surge outro interesse que interfere na sua capacidade de decidir de acordo com o seu dever. No entender destes autores, interesse pode significar qualquer *influência, preocupação, emoção, lealdade ou outro fator que tenha impacto direto na decisão*¹²⁰.

Por fim, é-nos apresentada uma definição que tem como pressuposto base o exercício de um julgamento em nome de outra pessoa, mas não que se limita a este. É o que sucede na introdução de *Conflict of interest in the professions*, em que MICHAEL DAVIS oferece o que ele denomina de "visão padrão" de um conflito de interesses: P tem um conflito de interesses se, e somente se, (1) P está em numa relação com outro exigindo que P exerça um julgamento em nome do outro e (2) P tem um interesse (especial) que interfere com o exercício adequado do julgamento nessa relação. Na visão padrão, um interesse é qualquer influência, lealdade, preocupação, emoção ou outra característica de uma situação que tende a tornar o julgamento de P (nessa situação) menos confiável do que normalmente seria, sem tornar P incompetente¹²¹.

Os conflitos de interesses, segundo este autor, nem sempre afetam o juízo de prognose, já que P pode exercer imparcialmente o seu julgamento, apesar de ter um interesse conflitante. O conflito de interesses não é uma tendência, o que significa que é mais difícil prever o efeito do conflito no julgamento e compensar o referido efeito. Assim, também se afastam das definições que entendem que a base do conflito se encontra na confiança e na violação de um dever fiduciário.

Desenvolvendo um pouco mais esta definição, STEPHEN COLEMAN¹²², considerando a visão padrão de MICHAEL DAVIS entende que: P tem um conflito de interesses se (1) P estiver em um relacionamento com outro exigindo que P exerça um julgamento em nome do outro e (2) P tenha um interesse (especial) que tende a interferir

¹²⁰ CHRISTOPH KUMPAN, PATRICK C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008, p. 84.

¹²¹ MICHAEL DAVIS, ANDREW STARK, *Conflicts of interest in the professions*, Oxford University Press, 2001, pp. 3-19.

¹²² STEPHEN COLEMAN, *When conflicts of interest are an unavoidable problem*, Australian Association for Professional and Applied Ethics, 12^a Annual Conference, setembro 2005, disponível em [https://www.researchgate.net/publication/265404753_When_conflicts_of_interest_are_an_unavoidable_p_robblem](https://www.researchgate.net/publication/265404753_When_conflicts_of_interest_are_an_unavoidable_problem) (consultado a 23 de janeiro de 2019).

no bom exercício de julgamento nessa relação, onde um interesse é qualquer influência, lealdade, preocupação, emoção ou outra característica de uma situação que tende a tornar o julgamento de P (nessa situação) menos confiável do que seria normalmente, sem tornando incompetente e (3) existe um conflito inerente/intrínseco, e não meramente contingente (eventual), entre o exercício do julgamento e a influência naquele julgamento.

2.1. Situações de conflitos de interesses

Como aferimos da exposição do ponto anterior, não existe uma definição única de conflitos de interesses, não tendo a DMIF II nem nenhum diploma estabelecido uma definição.

Feitas as primeiras considerações, o próximo passo para alcançar uma definição de conflitos de interesses é analisar as situações que têm vindo a ser consideradas como de conflito de interesses. Todavia, antes de definir estas situações, é de salientar que numa transação existem sempre duas partes com interesses naturalmente opostos, e isto não corresponde a um conflito de interesses. A natural oposição de interesses é conhecida pelas partes, e as partes prosseguem os seus objetivos, isto é, os interesses contrapostos não são prosseguidos pelo mesmo sujeito. Pelo que neste caso, há uma completa ausência de conflitos de interesses.

As situações que precisam de ser reguladas são, particularmente, as caracterizadas como relações entre o cliente e o intermediário financeiro. Neste relacionamento, o intermediário, por norma, tem poder de decisão discricionário para afetar a riqueza do cliente. O controlo por parte do cliente sobre o intermediário não pode ser total, pois o segundo possui informações que lhe dão vantagem, utilizando-as para decidir, à partida, no melhor interesse do cliente. É neste prisma que vários casos de conflitos de interesses surgem, pois existem interesses conflitantes que podem influenciar o intermediário financeiro.

Estamos, como anteriormente referido, perante uma situação de conflitos de interesses quando um intermediário financeiro tem interesses que colidem com interesses do cliente - estando o intermediário a participar numa transação com esta pessoa. Os

interesses do cliente são prioridade, tendo que atuar no melhor interesse deste, privilegiando estes interesses em detrimento dos seus interesses¹²³.

A exposição aos conflitos de interesses surge, mais das vezes, quando o intermediário presta mais do que um serviço de investimento: exemplo típico em que presta consultoria para investimento, mas também presta outros serviços de investimento, propondo ao cliente o investimento de um produto que é oferecido por meio da sua intermediação.

Outro ponto de análise desta questão é o caso de interesses conflitantes entre terceiros, tendo o intermediário de atender aos interesses de mais do que um investidor, encontrando-se numa posição em que não pode satisfazer todos os investidores, pode optar pelos interesses de uns em detrimento dos de outros, por múltiplos fatores, v.g., poder de mercado superior ou a existência de relações comerciais com um ou mais investidores.

No que concerne aos conflitos de interesses entre terceiros, também temos o caso de o intermediário ter como clientes tanto emissores como investidores. O intermediário que é responsável pelo preço da oferta, tem que avaliar a mesma e definir o preço mais apropriado. O juízo que tem de ser feito é puramente comercial, implicando assim uma margem de discricionariedade a ter em atenção. O emissor corre, assim, o risco de ser prejudicado pelo intermediário em benefício do investidor.

Um conflito adicional, e por vezes marginalizado, é o facto de o intermediário ter acesso a informações confidenciais quando auxilia uma oferta, informações estas que podem ser úteis numa outra oferta, não podendo ignorá-las.

Apesar de identificadas algumas das situações em que surgem conflitos de interesses¹²⁴, temos que dar o passo seguinte e compreender quando estamos perante um conflito de interesses.

¹²³ CHRISTOPH KUMPAN, PATRICK C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008, pp. 72-100.

¹²⁴ Para mais desenvolvimentos cfr. CHRISTOPH KUMPAN, PATRICK C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008, pp. 79-82.

2.2. Interesse

O primeiro elemento da definição de conflitos de interesses é o próprio interesse.

Não é possível definir o termo ‘interesse’ como um conceito fixo, pois este, como se denota em variadas normas jurídicas pode alcançar vários sentidos, sendo precisa a sua concretização no caso concreto. A definir e delimitar este conceito revela-se difícil¹²⁵. A noção de ‘interesse’ vai para além do campo do Direito, sendo definido de um modo muito amplo, não relevando todos os interesses para o Direito, pelo que nem todos se encontram protegidos juridicamente.

Nas palavras de PAULO MOTA PINTO, “[e]m termos gerais, poderíamos dizer que são quatro os elementos que integram a noção de interesse, seja individual ou colectivo: a sua titulação ou sustentação num sujeito, físico ou moral; a existência de uma necessidade (embora possa surgir como consequência desta ou ser o motivo que a gera); o vínculo relacional, entre a faculdade de apetência ou a inclinação volitiva, para satisfação da necessidade com o bem; e o bem, considerado idóneo para a satisfação da necessidade e, portanto, do interesse. No domínio jurídico, o conceito de interesse relevaria, designadamente, para determinar em que medida tal vínculo conectivo ou tal inclinação volitiva é adequada para fundar uma tutela da ordem jurídica, seja pela sua subjectivação num direito, seja pela protecção por normas jurídicas”¹²⁶. Isto é, estamos perante uma ligação entre uma pessoa e um bem, ligação esta, que no plano jurídico revela no sentido de tutelar a prossecução desse interesse.

Para delimitar o escopo de interesses a ser tido em consideração em matéria de conflitos de interesses, é preciso verificar-se uma relação direta entre o interesse e a decisão que o intermediário financeiro tem de tomar, e não apenas uma relação accidental. Com efeito, temos que estar perante dois ou mais interesses que conflituem entre si: tem de haver um impacto direto do interesse conflituante sobre a decisão, ou seja, existe uma interligação entre o interesse e a decisão.

2.3. A discricionariedade da decisão

Para estarmos perante um conflito de interesses tem que haver uma relação - por norma é contratual, mas pode também ser de outra natureza legal -, entre duas ou mais

¹²⁵ Para mais desenvolvimentos vide PAULO MOTA PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Volume I, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 481-494.

¹²⁶ *Ibidem*, p. 494.

pessoas, em que uma delas tem que tomar uma decisão no melhor interesse da outra parte, decisão esta que tem uma margem de discricionariedade (estariamos perante uma infração da lei se o intermediário desviasse a decisão quando esta é vinculada), que permite ao intermediário financeiro não atuar de acordo com o melhor interesse do cliente.

Não acompanhamos MICHAEL DAVIS quando refere que estamos perante um julgamento de uma parte em nome de outra parte; pelo que, se não for necessário o juízo de prognose em nome de outra pessoa então não estamos perante um conflito de interesses. No caso da consultoria para investimento, o consultor deve fazer um julgamento do que é melhor para o interesse do cliente-investidor, não atuando necessariamente em nome deste. A decisão passível de fazer surgir conflitos de interesses é, assim, uma decisão que tem de ter em conta o melhor interesse da outra parte.

2.4. O dever de prosseguir o interesse do cliente

A decisão implica um dever de agir por parte do intermediário no melhor interesse do cliente, pelo que, por conseguinte, podemos tirar como consequências que a decisão do intermediário também vai de encontro aos seus próprios interesses, pois tem uma obrigação legal de atuar no melhor interesse do cliente.

2.4.1. Dever de lealdade

Tem sido entendido pela doutrina que estamos perante um “dever de lealdade”, sendo um conceito que difere entre as mais variadas legislações nacionais. Um objetivo dos intermediários financeiros é a maximização do seu lucro, e dos seus líderes, e não apenas a prossecução dos interesses dos clientes. Exemplo paradigmático é o caso dos conflitos de interesses dos administradores de sociedades anónimas, que levou ao surgimento da *corporate governance* que tem um papel essencial na procura de incentivos para os administradores dedicarem os seus esforços ao aumento da riqueza dos acionistas e não da sua própria riqueza. No entanto, a *corporate governance* nem sempre atinge os objetivos a que se propõe, surgindo, então, os conflitos de interesses.

A natureza e o conteúdo do *supramencionado* dever de lealdade têm sido objeto de variadas posições doutrinárias no seio do direito das sociedades comerciais e, mais concretamente, no âmbito da figura dos administradores. Os administradores devem prosseguir os interesses dos acionistas, contudo, isso nem sempre acontece surgindo os conflitos de interesses. O mesmo sucede com os intermediários financeiros, pelo que para

entendermos o dever de lealdade torna-se importante a comparação com o dever de lealdade dos administradores, porquanto é um dever que tem sido abordado de forma profunda pela doutrina, sendo um bom mote para entendermos o dever de lealdade dos intermediários financeiros.

O dever (geral) de lealdade, no direito das sociedades comerciais, é definível como o dever de os administradores, de forma exclusiva, terem em consideração os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se, portanto, de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios. Estamos perante a dimensão positiva do dever. Ao invés do que se verifica no dever de lealdade dos sócios, de conteúdo mais negativo do que positivo.

O dever tem agora consagração expressa na alínea b) do n.º 1 do artigo 64.º do Código das Sociedade Comerciais, referindo muito genericamente os “deveres de lealdade”. Há que proceder a alguma concretização. COUTINHO DE ABREU¹²⁷ concretiza que os administradores devem (a) comportar-se com correção (*fairness*) quando contratam com a sociedade, (b) não concorrer com ela, (c) não aproveitar em benefício próprio oportunidades de negócio societárias, (d) assim como bens e informações da sociedade, (e) não abusar do estatuto ou posição de administrador.

No nosso caso, os vários deveres relativos a conflitos de interesses são materialização do dever de lealdade negativo, pois o intermediário financeiro tem a obrigação de não colocar os seus interesses ou os de terceiros à frente dos interesses do cliente-investidor, mas também do dever de lealdade positivo (dever de adequação¹²⁸), pois tem um de dever de promover o interesse do cliente.

De acordo com BARRETO MENEZES CORDEIRO¹²⁹ o dever de lealdade é o dever fiduciário, partindo do pressuposto que existe uma ligação entre relações de confiança e a obrigação de atuar no interesse de outrem.

Contudo, este interesse pessoal não é suficiente, existindo interesses que, de forma potencial, podem entrar em conflito com este dever¹³⁰. Mas o dever existe de forma a

¹²⁷ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, Série Cadernos do IDET, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2010.

¹²⁸ Ver *ponto 3.1* do capítulo III.

¹²⁹ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 296-298.

¹³⁰ Exemplo desta realidade são aquelas situações em que se dá uma aquisição significativa de dado instrumento financeiro por parte do intermediário financeiro, para si ou para um cliente, sem antes emitir

influenciar as ações de uma pessoa a atuar em consideração com os interesses de outrem – assim, existindo consagração legal deste dever parece de concluir que, nestes casos, não é necessária regulamentação específica sobre conflitos de interesses.

Seria erróneo deixarmos o dever de lealdade proteger toda a esfera dos conflitos de interesses, tendo o legislador nacional entendido da mesma forma. Exemplo paradigmático é o do n.º 6 do artigo 410.º do Código das Sociedades Comerciais, que estabelece que, no caso das deliberações em reunião de conselho de administração o “*administrador não pode votar sobre assuntos que tenha, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade, em caso de conflito, o administrador deve informar o presidente sobre ele*”. Com efeito, decorre deste preceito regulamentação específica em matéria de conflitos de interesses.

O intermediário financeiro tem de ter um comportamento leal para com o cliente, prosseguindo os seus interesses, pelo que, estamos perante o dever de lealdade, tanto no seu sentido positivo como negativo.

2.5. Proposta de definição

Com efeito, cumpre estabelecer os pressupostos que têm de estar cumpridos para estarmos perante um conflito de interesses, utilizando o serviço de consultoria para investimento como exemplo. Assim, estamos perante um conflito de interesses na consultoria para investimento quando: (i) o intermediário financeiro tem o dever de aconselhar o cliente de acordo com os interesses deste; (ii) tem um interesse que conflita com a prossecução do melhor interesse do cliente; (iii) existe uma margem de discricionariedade que permite ao intermediário financeiro não atuar de acordo com o melhor interesse do cliente.

um conselho ou recomendação de compra em relação a esse instrumento financeiro, conselho ou recomendação essa cujo efeito no mercado será o de aumentar a pressão da procura, o que leva, consequentemente, a um aumento dos preços – antecipação à emissão de um conselho ou recomendação (por norma inserido num relatório de *research*). Assim, o intermediário financeiro, posteriormente à emissão da recomendação, vendo os instrumentos financeiros que detinha em carteira ou obtém mais-valias com a venda desses instrumentos que atribui às carteiras geridas de clientes.

A recomendação não é emitida de forma idónea e imparcial, pois visa o aumento do preço dos instrumentos financeiros, permitindo o aumento da margem de lucro do intermediário financeiro. A antecipação à emissão pressupõe que o intermediário financeiro exerça, para além de outra(s) atividade(s), a de consultoria para investimento e de negociação por conta própria e de outrem, existindo aqui uma grande probabilidade de conflito de interesses.

O conflito de interesses surge quando uma pessoa que tem um dever de atuar no interesse de outra pessoa, tem de decidir como agir no interesse dessa parte e outro interesse surge na equação interferindo com a capacidade de atuar de acordo com o dever que assume.

A pessoa que tem o dever, por norma, é o intermediário financeiro. Estes intermediários têm de balançar os seus próprios interesses (v.g., a maximização do seu lucro) com os interesses dos seus parceiros e dos clientes-investidores. Torna-se, assim, cada vez mais, necessária uma ferramenta legal para lidar com os conflitos de interesses, principalmente, porque após a grande crise financeira de 2007 a desconfiança nos mercados instalou-se, sendo preciso encontrar formas de os investidores recuperarem a confiança nos mercados¹³¹.

3. Prevenção de conflitos de interesses

Nos próximos pontos preocupar-nos-emos em apresentar as formas mais utilizadas e aplicadas pelo sistema financeiro e pela lei, para prevenir ou solucionar os conflitos de interesses¹³².

¹³¹ IOSCO tentou criar uma ferramenta legal em novembro de 2007 com a publicação do “*Final Report on Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*”.

¹³² ANDREW CROCKETT, TREVOR HARRIS, FREDERIC S. MISHKIN e EUGENE N. WHITE propõem cinco abordagens com vista à restrição de conflitos de interesses: (1) disciplina de mercado, (2) circulação de informação para maior transparência, (3) entidade de supervisão, (4) separação de funções e (5) socialização da informação – ANDREW CROCKETT, TREVOR HARRIS, FREDERIC S. MISHKIN e EUGENE N. WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the world Economy 5, 2004.

Segundo estes autores, uma forma de eliminar os conflitos de interesses é através da separação completa entre as várias atividades e serviços financeiros dos intermediários financeiros, porém, o custo desta medida é considerável, levando a uma diminuição do escopo lucrativo. Os legisladores, e bem, não têm optado por esta solução, porquanto seria limitar as empresas e o desenvolvimento dos próprios mercados financeiros. As *chinese walls* (como referiremos adiante) aprazem-nos como melhores para evitar conflitos de interesses, do que esta solução tão radical.

O mercado pode intervir de forma institucional para restringir os conflitos de interesses, devendo procurar informação que permita encontrar estes conflitos e, posteriormente, sancionar os intermediários financeiros que não resolvam os conflitos – é necessário aumentar a transparência no mercado financeiro. A atuação do mercado, no nosso entender, deve ser de prevenir os conflitos de interesses, através da *compliance*, por exemplo, não devendo ter o mercado uma função sancionatória sob pena de colocar entraves ao fluir das relações dentro do próprio mercado.

A divulgação obrigatória de informações pode ajudar o mercado a combater os conflitos de interesses, permitindo aos investidores fazer um juízo sobre o peso que cada informação fornecida terá para a sua decisão de investimento. Acreditar que os intermediários financeiros não ocultam informações relevantes, seria não acreditar que ocorreu uma grande crise económica no século XXI: instituir esta obrigação é importante. A informação é a ‘arma’ mais importante dos intermediários financeiros, sendo esta que lhes permite distinguirem-se dos restantes, bem como maximizar os lucros; assim, a melhor forma de evitar que os intermediários financeiros ocultem informação relevante é através do dever de divulgação dos conflitos de interesses quando os intermediários financeiros não conseguem prevenir a sua existência.

3.1. *Compliance*

Até hoje, a principal estratégia que tem vindo a ser adotada para prevenir a existência de conflitos de interesses é a criação de uma estrutura organizacional dentro das empresas de investimento. Os conflitos de interesses têm de ser identificados no processo de decisão e têm de ser avaliados antes da decisão concreta. O intermediário financeiro tem de cumprir os deveres organizacionais: políticas e procedimentos que tem de adotar em vista a prevenir o aparecimento de conflitos e pode, em muitos casos, a decisão ter de ser analisada por um comité de *compliance*.

A *compliance* é uma realidade cada vez mais importante no mundo financeiro, sendo hoje parte integrante de qualquer empresa de investimento que atue no mercado financeiro. O impacto das suas ações, atendendo à globalização do sistema financeiro, torna crucial o cumprimento e respeito pela letra da lei; deve, por isso, a *compliance* fazer parte integrante e essencial da organização de qualquer entidade que atue no referido sistema¹³³.

O departamento de *compliance* tem de ser independente, e os trabalhadores deste departamento - em particular quem o coordena - não podem ser colocados numa situação de possível conflito de interesses entre a posição que ocupam e as responsabilidades que daí advêm e quaisquer outras responsabilidades que lhes sejam adstritas. É essencial a informação na *compliance*: devem ter acesso a todas as informações necessárias para cumprirem o seu papel na estrutura da entidade. Com efeito, a remuneração dos funcionários de um departamento de *compliance* não deve estar estritamente relacionada com o desempenho financeiro dos negócios para os quais exercem responsabilidades de *compliance*; contudo, a remuneração que tenha por base o desempenho financeiro da entidade como um todo deve ser geralmente aceitável.

A supervisão pode exercer um papel importante, tendo acesso a informações confidenciais que não pode revelar à concorrência e, ainda assim, evitar conflitos de interesses. Aqui, temos de concordar com esta visão, pois as entidades reguladoras têm um importante papel na prevenção de conflitos de interesses, neste aspeto o mercado, sozinho não é suficiente para evitar o aparecimento de conflitos de interesses, e através da regulação e da supervisão, o Estado tem um importante papel: e atua através do estabelecimento das formas de prevenção de conflitos de interesses que nos propomos a desenvolver no *ponto 3*.

Estamos assim perante uma abordagem demasiado económica, interessando-se uma abordagem jurídica.

¹³³ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Compliance and the compliance function in banks*, Bank for International Settlements, abril 2005, disponível em <https://www.bis.org/publ/bcbs113.pdf> (consultado a 19 de fevereiro de 2019).

O trabalho entre este departamento e os restantes departamentos deve ser de cooperação para diminuir os riscos de conflitos de interesses.

Para atribuir a devida independência e autoridade, a empresa de investimento deve definir uma política de *compliance* que tem de ser comunicada a todos os funcionários da mesma.

Mas qual é a verdadeira função da *compliance*? Identificar, documentar e avaliar os riscos associados aos negócios da entidade: desde o estabelecimento de novos negócios, ou aquisição de novos clientes, bem como a criação de novos produtos financeiros.

Apesar de a *compliance* existir antes da grave crise financeira deste século, o certo é que as entidades, através da manipulação dos procedimentos de auditoria, das informações divulgadas, procuram proteger os lucros dos grandes acionistas.

No mercado financeiro, os investidores examinam todas as transações, porquanto o retorno que obtêm das mesmas depende do valor das transações específicas. É importante para o mercado financeiro reavaliar, a todo o momento, todos os ativos.

Com a globalização do sistema financeiro, e apesar de a regulação ter um papel fundamental para equilibrar o jogo de interesses do mercado, torna-se necessária a criação de um ‘fiscalizador’ da aplicação das normas; por isso, devem ser criados incentivos para os intermediários financeiros analisarem com rigor as informações, fornecendo ao cliente-investidor o conselho mais objetivo possível¹³⁴.

Em sede de consultoria para investimento independente, a *compliance* terá um importante papel, principalmente quando os intermediários financeiros que prestam este serviço estiverem inseridos numa empresa de investimento que ofereça, também, o serviço de consultoria para investimento não independente.

Assim, a *compliance* tem de definir políticas e procedimentos para garantir que a remuneração do intermediário financeiro que exerce a modalidade de consultoria para investimento independente não é influenciada por pagamentos de terceiros à empresa de

¹³⁴ É nos bancos de investimento que a questão dos conflitos de interesses surge de forma mais amplificada. Com efeito, a sua grande fonte de receita tem por base taxas de novas emissões, fusões e aquisições. Todavia, estamos perante os principais fornecedores de informação para os investidores. Tem-se verificado, assim, uma subordinação da informação aos objetivos de marketing das referidas entidades, e estruturas de remuneração que têm por objetivo alcançar certo nível de negócio.

investimento, garantido, por conseguinte, o cumprimento do disposto no artigo 24.º da DMIF II. O departamento de *compliance* tem de garantir que os consultores que prestam consultoria para investimento independente não podem ser colocados em posição de conflito de interesses entre a posição que ocupam (aconselhar o cliente no seu melhor interesse recebendo como contraparte honorários/comissões do aconselhamento) e quaisquer outras responsabilidades que lhes estejam adstritas por se encontrar numa empresa que visa a obtenção do máximo lucro.

A *compliance*, através da implementação de procedimentos e controlos operacionais, tem de garantir que a segregação dos serviços é bem-sucedida, e avaliar se o cliente não fica confuso com a modalidade de consultoria que está a ser prestada.

De referir que o grande fosso entre a consultoria independente e não independente encontra-se nos pagamentos por parte de terceiros, porquanto no regime da consultoria para investimento independente está expressamente proibida a aceitação de pagamentos de terceiros. A primeira consequência é o cliente ter de suportar os custos do aconselhamento, o que obriga o intermediário financeiro a ter de demonstrar que o conselho vale o preço¹³⁵.

Assim, um fator de perigo para o sucesso da consultoria para investimento independente é a forma de cálculo da remuneração¹³⁶. Mais das vezes o que se verifica é que a remuneração variável é utilizada como incentivo, podendo levar a recomendações não independentes – conflito para o intermediário financeiro que procura auferir a melhor remuneração possível. O legislador tem, aqui, um importante papel, não podendo ser o mercado a regular este fator por sua conta, como a história já nos provou. Neste ponto, o legislador financeiro deve inspirar-se na *corporate governance* que sujeita a remuneração dos administradores a comités independentes – prática que tem vindo a ganhar terreno nas últimas décadas. A problemática da remuneração nos intermediários financeiros advém de estes receberem comissões de terceiros, enquanto na remuneração dos administradores a problemática era o recebimento de prémios atendendo ao lucro obtido, ou a aquisição de ações da sociedade em que são administradores. Contudo, as soluções

¹³⁵ As exceções serão apenas as prestações não monetárias não significativas, que podem ser recebidas desde que estejam preenchidos os mesmos requisitos aplicáveis em geral para a consultoria em base não independente (artigo 12.º da Diretiva Delegada DMIF II).

¹³⁶ PATRICK C LEYENS, *Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 11, abril 2011, p. 25.

encontradas pelo legislador societário podem, e devem ser aproveitadas pelo legislador financeiro.

3.1.1. *Corporate governance* e a remuneração dos administradores

O n.º do artigo 399.º do CSC estabelece que “*Compete à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade*” (sociedades anónimas de sistema orgânico tradicional, as mais comuns no sistema português).

Por sua vez, o n.º 2 do preceito *suprarreferido*, estabelece os possíveis componentes da remuneração, que pode ser certa ou fixa, ou em parte certa e noutra parte variável, consistindo esta numa percentagem nos lucros de exercício prevista no estatuto social.

Para o que ora releva, é importante referir uma forma de remuneração cada vez mais usada nos tempos modernos¹³⁷: remunerações por via de concessão de ações. Assim, a sociedade tem ações próprias e estabelece que os administradores têm um valor fixo de remuneração e, se a empresa obtiver lucros, alienam gratuitamente ou a um preço baixo as ações se os administradores o pretenderem; ou, o mais habitual, são as *stock options* – direito potestativo de adquirir ações, ou por via derivada ou por via originária (aumentos de capital, pelo que a sociedade não tem ações próprias ou em número suficiente deliberando o aumento de capital para os administradores subscreverem as ações que quiserem; implica a eliminação do direito de preferência dos sócios, em que só no caso de deliberação dos sócios por maioria qualificada e desde que o interesse social o justifique é que se aceita esta eliminação).

Para além das vantagens que resultam deste alinhamento de interesses, acontece que se viu, mais do que uma vez, que isto promoveu enormemente as chamadas políticas de curto prazo, e promoveu, se calhar associado a isso, a falsificação das contas.

A *corporate governance* tem, assim, procurado estabelecer regras e orientações para evitar o surgimento de conflitos de interesses através da componente remuneração,

¹³⁷ Cf. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 87-90.

interessando estas regras de forma paralela para a remuneração dos intermediários financeiros.

De referir neste ponto o que se encontra estabelecido para as instituições de crédito (que mais das vezes são também intermediárias financeiras) no RGICSF, que prevê, *grosso modo*, no seu artigo 115.º-A, n.º 3, alínea c), que o conselho de administração das instituições de crédito deve definir, aprovar e controlar a política de remuneração dos seus trabalhadores que estão em *contacto direto com clientes no âmbito da comercialização de depósitos e produtos de crédito*, com vista a evitar conflitos de interesses.

Seguindo COUTINHO DE ABREU - que relativamente à remuneração dos administradores entende que *é aconselhável a constituição de comissões de remunerações como a prevista no art. 399.º, 1, ou com funções consultivas [...]. E é aconselhável e aconselhado que tais comissões sejam compostas por membro independentes em relação aos titulares do órgão administrativo*¹³⁸ -, apreendemos que o departamento de *compliance* deve ter este papel na definição da política de remuneração dos trabalhadores dos intermediários financeiros, atendendo que estamos numa área fértil em conflitos de interesses.

3.2. Chinese walls

Para além destes deveres, temos ainda as barreiras de informação, designadas de *chinese wall*: visa-se impedir que certas informações sejam divulgadas, sendo estas barreiras não só físicas, mas também ao nível da classificação da documentação e da cibersegurança.

Esta barreira de informação tem como objetivo proteger o cliente, sendo um benefício, pelo que não deve existir quando prejudica mais do que beneficia. A troca de informação não se encontra completamente vedada, mas sim limitada ao necessário.

Assim, as *chinese walls* destinam-se ao bloqueio de troca de informações entre departamentos da mesma empresa de investimento, se esta troca de informações resultar em atividades comerciais que sejam ética e legalmente questionáveis.

¹³⁸ Cf. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, p. 85.

As *chinese walls* são, nos dias de hoje, um requisito organizacional mínimo, aceite internacionalmente, que, todavia, não se demonstra suficiente para garantir a atuação leal dos intermediários financeiros. Com efeito, a opção legislativa não tem sido a de proibir que as empresas de investimento exerçam simultaneamente atividades bancárias, de investimento e de seguros, mas sim a adoção de dever de atuação ou abstenção para evitar possíveis conflitos de interesses, pelo que as *chinese walls* são uma forma de alcançar esse objetivo, mas não podem ser consideradas como as únicas formas¹³⁹.

A aplicação das *chinese walls* como forma de evitar conflitos de interesses em sede de consultoria para investimento independente tem o objetivo de garantir a independência dos intermediários financeiros, trabalhadores de uma empresa de investimento, que prestam esse serviço, de forma a que o aconselhamento prestado não seja influenciado pelos interesses prosseguidos por outros intermediários financeiros, trabalhadores da mesma empresa.

3.3. Deveres de divulgação

Outra estratégia para evitar conflitos de interesses é através dos deveres de divulgação¹⁴⁰, em que, verificando-se uma situação de conflito o intermediário financeiro tem o dever de alertar o cliente. Assim, é permitido ao cliente usufruir de uma informação importante para decidir pela contratação ou não do intermediário financeiro. A DMIF II no n.º 2 do artigo 23.º exige a divulgação apenas nos casos em que o intermediário não possa garantir um tratamento justo ao cliente¹⁴¹; e, mais ainda, este dever não é necessário quando isso implique violação de leis internas ou do sigilo profissional.

A informação que o intermediário financeiro tem de dar ao cliente nestes casos tem de seguir as regras estabelecidas no n.º 3 do preceito em análise: (i) tem de ser efetuado num suporte duradouro; (ii) ser suficientemente detalhada, considerando a

¹³⁹ PATRICK C LEYENS, *Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, Journal of Corporate Law Studies, vol. 11, abril 2011, p. 24.

¹⁴⁰ Cfr. CHRISTOPH KUMPAN, PATRICK C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in European Company and Financial Law Review, 2008, pp. 88-90.

¹⁴¹ “Caso [...] subsista algum risco residual de prejuízo para os interesses do cliente, será necessário informar o cliente da natureza genérica e/ou das fontes do conflito de interesses e das medidas tomadas para mitigar esses riscos, antes de efetuar uma operação em seu nome” – Considerando (56) da DMIF II. Ver, ainda, n.º 4 do artigo 34.º do Regulamento Delegado DMIF II.

natureza do cliente, permitindo que este tome uma decisão informada relativamente ao serviço no âmbito do qual surge o conflito de interesses.

Com o cumprimento deste dever as assimetrias de informação entre as partes são reduzidas, contudo, a informação da existência do conflito tem de ser clara e transparente, não podendo subestimar as implicações do conflito patente, e ainda, tem de ser divulgada em tempo útil. Esta divulgação só é completa se o intermediário listar as possíveis consequências do referido conflito sobre os interesses do cliente.

A possibilidade do intermediário se abster numa situação de conflitos pode, no seu resultado, causar mais dano que benefício, o que implica consequências negativas não apenas para as partes, mas também para o mercado considerado como um todo.

Apesar disto, numa situação em que, *v.g.*, os serviços a prestar a dois clientes que são diretamente concorrentes, o intermediário não deve aceitar prestar o serviço ao segundo cliente – fora nos casos em os serviços a prestar serão prestados relativamente a mercados geograficamente diferentes, porquanto a prestação do serviço de investimento ao segundo cliente não terá nenhum efeito na prestação do serviço do primeiro cliente. O argumento para esta lógica é a existência de conflitos, provavelmente insuperáveis, que advêm do facto de ambos os clientes serem concorrentes diretos e, mais ainda, recusar-se em prestar o serviço de investimento ao segundo cliente afeta menos os interesses deste do que os do primeiro cliente se aceitar prestar ambos os serviços, pois o vínculo existente, com o primeiro cliente, é maior. Assim, está aqui em causa o princípio da prioridade (“*first come, first served*”¹⁴²), devendo, como princípio geral, o intermediário ser obrigado a prestar o serviço ao primeiro cliente.

Concluindo, a importância dos conflitos de interesses no sistema financeiro reside, em grande parte, num problema de diminuição da informação que circula no mercado: menos informação, menos eficiência dos mercados financeiros e da economia em geral. Não significa, com isto, que o conflito de interesses desaparece com o aumento da informação, mas sim que o cliente-investidor tem mais conhecimentos da situação fática permitindo controlar melhor a atuação do intermediário financeiro,

¹⁴² CHRISTOPH KUMPAN, PATRICK C. LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008, p. 91.

A informação desempenha não apenas um papel importante como também crítico no que concerne às transações que envolvem os intermediários financeiros. No geral, os intermediários encontram-se mais bem informados que os clientes, e esta assimetria cria um “terreno fértil” para os conflitos de interesses prosperarem. Em qualquer negócio as partes procuram a maximização do seu lucro, e, ainda, tomam em consideração que a outra parte do negócio tem o mesmo objetivo. Com efeito, quando as partes têm informação completa sobre o bem/serviço transacionado, ambas as partes ficam mais protegidas em relação ao negócio, porquanto conhecem todas as vicissitudes do mesmo.

Quando a informação não é completa, clara e transparente, os conflitos de interesses são latentes, principalmente nos mercados financeiros, em que o comprador não consegue observar a qualidade do bem/serviço adquirido, podendo esta qualidade ser adulterada pelo vendedor. Aqui surge a importância de existirem investidores racionais, formando as suas expectativas racionalmente não existe razão aparente para que não compreenda que o objetivo da outra parte é obter o máximo lucro possível do negócio. Porém, a realidade prática tem-nos demonstrado que a maioria dos investidores não é racional, em particular os investidores não profissionais, e este número tende a aumentar com o aumento da complexificação dos produtos financeiros.

Com o foco que se tem visto na regulação dos conflitos de interesses no aumento dos deveres de informação a cargo dos intermediários financeiros, procura-se o desejável aumento da transparência. Neste ponto consideramos que o surgimento da consultoria para investimento independente teve em vista ser também uma forma de evitar conflitos de interesses, porquanto o aumento da informação a que o cliente-investidor tem acesso é o principal objetivo deste serviço criado pela DMIF II.

Por fim, quanto à aplicação do dever de divulgação de conflitos de interesses em sede de consultoria para investimento independente, esta processa-se da mesma forma e nas mesmas situações que para os outros serviços e atividades de investimento.

Acresce que, os intermediários financeiros têm informações mais qualificadas sobre a adequação de determinados produtos financeiros para os seus clientes do que os

próprios – verificar a qualidade e verosimilidade dos conselhos é uma tarefa cada vez mais árdua para os clientes¹⁴³.

3.3.1. A reputação como incentivo ou impedimento ao dever de divulgação

Como vem sendo referido, os mercados financeiros têm um papel fundamental na economia como um todo, tendo em consideração que é uma forma de procurar investimento por parte das entidades empresariais, para além das formas tradicionais de investimento, v.g., empréstimos bancários. A informação é um elemento essencial para que os mercados financeiros cumpram a sua função na economia geral. Um impedimento crucial para o funcionamento eficiente do sistema financeiro é a informação assimétrica, uma situação na qual uma parte de um contrato financeiro tem uma informação muito menos precisa do que a outra parte.

A confiança dos investidores no mercado financeiro é essencial para o seu funcionamento: para o investidor estar disposto a investir precisa de saber quais os riscos do investimento¹⁴⁴.

As instituições financeiras que oferecem múltiplos serviços financeiros têm mais probabilidade de criar conflitos de interesses do que instituições financeiras especializadas, contudo, nestas também ocorrem conflitos de interesses.

Quando um conflito de interesses se torna público a primeira consequência, e a mais importante, é um “golpe” na reputação da instituição financeira onde ela ocorre. Sendo assim, os conflitos de interesses são um problema para o escopo lucrativo destas entidades, pelo que a sua publicitação não é pretendida, pelo que os incentivos para que sejam revelados, em geral, são quase inexistentes.

¹⁴³ BOLTON, FREIXAS e SHAPIRO apresentam a situação em que o cliente não pode avaliar a exatidão do conselho recebido de uma instituição financeira sobre se um produto financeiro é o produto mais adequado para si. Com efeito, conflitos de interesse poderiam afetar a qualidade do conselho. Um exemplo desta realidade é o caso de o produto financeiro mais adequado para o cliente não ser vendido pela instituição financeira em questão mas sim por outra, perdendo os lucros associados a esta venda quando recomenda o cliente a comprar um produto financeiro não vendido por si. Cfr. PATRICK BOLTON, XAVIER FREIXAS e JOEL DAVID SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, janeiro 2009, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1428288> (consultado a 2 de março de 2019).

¹⁴⁴ “Financial institutions gain a cost advantage in the production of information because they develop special skills to interpret signals and exploit cross-sectional information across customers. Furthermore, the reusability of information gives them another advantage as the initial information producer specializing in its production and distribution (See Chan et al., 1986; and Greenbaum and Thakor, 1995)” – cfr. ANDREW CROCKETT, TREVOR HARRIS, FREDERIC S. MISHKIN e EUGENE N. WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the world Economy 5, 2004, p. 5.

Uma forma de incentivo para que sejam revelados decorre do sistema financeiro, do facto de a reputação ser essencial para um intermediário financeiro que presta, principalmente, o serviço de consultoria para investimento¹⁴⁵: se tiver uma reputação elevada não irá prejudicar o cliente através de conselhos que beneficiem os outros intermediários financeiros; numa situação extrema pode mesmo ignorar a pressão dos seus superiores, fornecendo sempre conselhos imparciais. Com efeito, o impacto dos conflitos de interesses é menor. Contudo, se o intermediário valorizar pouco a sua reputação pode oferecer conselhos parciais.

Não é apenas o intermediário financeiro (pessoa singular) que tem incentivos para desenvolver uma boa reputação, mas também as próprias instituições financeiras: se a instituição tiver uma boa reputação será procurada por mais investidores, aumentando os lucros. Encontrando-se o intermediário financeiro inserido numa estrutura societária, a sociedade que enquadra o intermediário, é quem surge no mercado a prestar o serviço, pelo que verá o seu bom nome manchado. A existência de conflitos de interesses pode afetar negativamente a reputação da instituição pelo que tem um efeito positivo no que respeita à mitigação de conflitos de interesses¹⁴⁶.

Ainda assim, a reputação não é fator suficiente para evitar conflitos de interesses. O mercado de trabalho desempenha, também, um papel na redução do impacto de conflitos de interesse. Se os intermediários financeiros que têm previsões mais precisas forem mais bem recompensados pelo mercado de trabalho, os incentivos dos intermediários para serem mais precisos limitarão o impacto de conflitos de interesse. Se os investidores descobrissem que um intermediário financeiro fornecia informações não verdadeiras de propósito, os danos na relação de confiança seriam imediatos e duradouros. As preocupações de carreira dos intermediários ajudam a reduzir, naturalmente, o impacto de conflitos de interesses, bem como as preocupações de obtenção do máximo lucro das empresas de investimento.

O mercado precisa, assim, de procurar incentivos para que os conflitos de interesses sejam resolvidos ou que não cheguem a ser uma realidade.

¹⁴⁵ HAMID MEHRAN, RENÉ M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, Journal of Financial Economics, Volume 85, Issue 2, agosto 2007, pp. 283-284.

¹⁴⁶ *Ibidem*, pp. 286-seguintes.

4. Regulação

Como já referimos *supra*, a DMIF II prevê um preceito (na senda do artigo 18.º da DMIF I) para os conflitos de interesses: o artigo 23.º (o artigo 16.º que tem como epígrafe “*Requisitos em matéria de organização*”, no seu n.º 3 exige que as empresas de investimento estabeleçam mecanismos organizacionais e administrativos que permitam evitar situações de conflitos de interesses, remetendo para o artigo 23.º).

O Regulamento Delegado DMIF II vem estabelecer “*os requisitos e procedimentos concretos em matéria de organização a impor às empresas de investimento*”, em particular relativamente a questões como “*a divulgação dos conflitos de interesses*”¹⁴⁷ (considerando (29) do diploma referido).

No seu considerando (47) refere a importância de estabelecer uma política em matéria de conflitos de interesses principalmente quando estejamos, entre outros, perante o serviço de consultoria para investimento. O artigo 27.º do Regulamento Delegado DMIF II prevê que as políticas de remuneração devem ser desenhadas de forma a evitar a existência de conflitos de interesses (n.º 1).

O Regulamento Delegado DMIF II tem destinado aos conflitos de interesses toda uma secção – Secção 3 (artigos 33.º a 43.º). No seu artigo 33.º, sem definir conflitos de interesses, o preceito define critérios a ser tidos em consideração pelas empresas de investimento para concluírem se estão ou não perante um conflito de interesses¹⁴⁸. Por

¹⁴⁷ “*Os conflitos de interesses só devem ser regulamentados quando uma empresa de investimento presta um serviço de investimento ou um serviço auxiliar. O estatuto do cliente a quem o serviço é prestado – não profissional, profissional ou contraparte elegível – é irrelevante para o efeito*” – Considerando (46) do Regulamento Delegado DMIF II.

¹⁴⁸ “*Para efeitos de identificação dos tipos de conflitos de interesses que surgem no decurso da prestação de serviços de investimento e serviços auxiliares ou de uma combinação de ambos e cuja existência pode prejudicar os interesses de um cliente, as empresas de investimento devem ter em conta, com base em critérios mínimos, se a empresa de investimento, uma pessoa relevante ou uma pessoa direta ou indiretamente ligada à empresa através de uma relação de controlo se encontra numa das seguintes situações, em resultado da prestação de serviços de investimento ou de serviços auxiliares, de atividades de investimento ou por qualquer outro motivo:*

- a) A empresa ou essa pessoa é suscetível de obter um ganho financeiro ou evitar uma perda financeira, em detrimento do cliente;*
- b) A empresa ou essa pessoa tem um interesse nos resultados decorrentes de um serviço prestado ao cliente ou de uma transação realizada em nome do cliente, que não coincide com o interesse do cliente nesses resultados;*
- c) A empresa ou essa pessoa tem um incentivo financeiro ou de outra natureza para privilegiar os interesses de um outro cliente ou grupo de clientes face aos interesses do cliente em causa;*
- d) A empresa ou essa pessoa desenvolve as mesmas atividades que o cliente;*
- e) A empresa ou essa pessoa recebe ou receberá de uma pessoa que não o cliente um incentivo relativo a um serviço prestado ao cliente, sob forma de benefícios monetários ou não monetários ou serviços.”*

sua vez, o seu artigo 34.º indica de que forma de ver ser estabelecida e implementada a política em matéria de conflitos de interesses.

O CVM transpôs a DMIF II no que concerne à matéria dos conflitos de interesses na Subsecção VI (artigos 309.º a 309.º-H, encontrando-se os artigos 309.º-B a 309.º-G revogados).

V. Conflitos de interesses e a consultoria para investimento independente

O leque de conflitos de interesses é variado, mas na presente dissertação o enquadramento feito relativamente aos conflitos de interesses tem como objetivo permitir compreender porque o legislador criou uma nova modalidade de consultoria para investimento.

Enquanto serviço de investimento, a consultoria para investimento partilha dos problemas comuns da intermediação financeira em geral. Acresce que, a desadequação do aconselhamento de produtos ou serviços ao cliente quando efetuada por um intermediário financeiro competente e especializado é particularmente grave, pelo que a atividade precisa de regulação e supervisão para diminuir os riscos inerentes à mesma¹⁴⁹.

Um caso paradigma dos conflitos de interesses é a recomendação ‘interessada’ de instrumentos financeiros¹⁵⁰.

Nestes casos, o intermediário financeiro aconselha o cliente a comprar ou vender certos instrumentos financeiros. Até aqui nada de novo, todavia, esta atuação do intermediário não tem em vista a prossecução do melhor interesse do cliente, mas antes a obtenção de uma vantagem, quer para si ou para outro cliente ou emitente.

Ou seja, através de uma atividade de consultoria para investimento – não esquecer o que temos referido durante o nosso excuro, em que podemos estar perante um serviço de consultoria incidental – o intermediário financeiro procura distribuir instrumentos financeiros emitidos por si ou pelos quais tenha tomado firme uma determinada emissão. Com efeito, o intermediário não se preocupa com as consequências que tal investimento suporta para o seu cliente.

Outra situação em que surgem conflitos de interesses na consultoria para investimento acontece quando o intermediário financeiro é titular de uma grande quantidade de instrumentos financeiros que se encontram em processo de desvalorização

¹⁴⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – O novo direito dos valores mobiliários, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, p. 219.

¹⁵⁰ SOFIA LEITE BORGES, *A regulação geral do conflito de interesses na DMIF*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 1, pp. 8-10, disponível em <https://blook.pt/publications/publication/a9680b32d174/> (consultado a 22 de maio de 2019).

(não sendo relevante os fatores que levaram a esta desvalorização) ou, quando o intermediário financeiro se encontra inserido numa sociedade que se encontra em relação de domínio ou grupo com outras sociedades, e estas emitem instrumentos financeiros que o primeiro vai distribuir. É certo considerarmos que a tentação de aconselhar a compra desses instrumentos financeiros aos seus clientes será considerável (v.g, caso BES/GES e BPN/SLN).

Em relação às situações referidas, estes conflitos de interesses não surgem apenas quando o interesse conflitante é próprio do intermediário financeiro, podendo também originar-se, *mutatis mutandis*, situações de conflito entre clientes, emitentes ou investidores. Uma situação de conflito entre clientes surge quando o intermediário financeiro aconselha instrumentos financeiros a um cliente, emitidos por entidades que também são suas clientes. No caso de conflito entre cliente e emitente, a premissa é a mesma, mas com o objetivo de permitir ao cliente-investidor desfazer-se de instrumentos financeiros que se encontram em processo de desvalorização.

De salientar, que a possibilidade de surgimento de um conflito de interesses é tanto maior quanto maior for o número de serviços e atividades exercidas pelo intermediário financeiro que presta o serviço de consultoria para investimento¹⁵¹. E no caso da consultoria para investimento, as hipóteses de conflitos de interesses são maiores,

¹⁵¹ MEHRAN e STULZ entendem que, se um intermediário financeiro oferecer um amplo leque de serviços, talvez desta forma evite conflitos de interesses. Vejamos: os intermediários financeiros beneficiam da pesquisa feita pelos intermediários que prestam o serviço de consultoria para investimento, relativamente aos instrumentos financeiros que oferecem, tendo acesso a um fluxo de informações que não estariam disponíveis a um intermediário financeiro especializado. Isto permite que, com um maior leque de instrumentos financeiros para oferecer, o intermediário financeiro encontre o melhor investimento para o cliente dentro da gama oferecida pela instituição financeira em que se encontra inserido. Em teoria, é possível que os clientes de intermediários financeiros que prestam o serviço de consultoria recebam uma recomendação melhor de intermediários sujeitos a conflitos de interesses do que intermediários financeiros independentes, pois os primeiros têm acessos a informação privilegiada, e apesar de não a poderem utilizar, esta melhora o seu desempenho. Cfr. HAMID MEHRAN, RENÉ M. STULZ, *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, Journal of Financial Economics, Volume 85, Issue 2, agosto 2007, pp. 281-282.

No nosso entender, esta visão economista da questão não tem em vista os objetivos da regulação dos mercados financeiros, principalmente, a proteção do investidor não profissional. Com efeito, o facto de o intermediário financeiro ter acesso a informação privilegiada, a consequência não é necessariamente a de beneficiar o cliente, pois o objetivo do intermediário financeiro é o de obter o máximo lucro: oferecem um vasto leque de serviços de investimento, pode continuar a aconselhar um produto financeiro que lhe permitirá obter ganho de duas formas: vendendo o instrumento financeiro que oferece e com o pagamento pelo conselho prestado.

atendendo o grau de discricionariedade que é conferida ao intermediário financeiro pelo cliente-investidor (relação perito-leigo)¹⁵².

O facto de os instrumentos financeiros serem cada vez mais complexos, a assimetria informativa entre o cliente e o intermediário financeiro acentua-se, o que consequentemente pode levar a que o controlo que o primeiro pode exercer sobre a atuação do segundo se encontre mais difícil, pelo que a ocorrência de abusos se tornam cada vez mais provável, isto é, o intermediário financeiro atua no seu próprio interesse, não prosseguindo o melhor interesse do cliente.

Surge, assim, outra hipótese de conflito de interesses no seio da consultoria para investimento: a inexperiência do cliente-investidor implica, em princípio, o aumento da discricionariedade de atuação do intermediário financeiro, aumentando a possibilidade de abuso, e o surgimento de consultoria para investimento não contratualizada. Ou seja, tendo em vista que o cliente-investidor compre ou venda certos instrumentos financeiros, o intermediário tenderá a aconselhá-lo nessa compra e venda, apesar de não ter sido contratado para exercer o serviço de consultoria para investimento.

Através do pagamento de uma comissão, o cliente-investidor confia no profissional habilitado para, utilizando os seus conhecimentos enquanto perito isento e conhecedor dos mercados (e com elevados padrões de diligência e lealdade), o aconselhe quanto à melhor opção para investir. O interesse que é prosseguido pelos consultores tem de ser, necessariamente, um interesse alheio, ou seja, o melhor interesse do cliente, porquanto os efeitos produzidos pelo conselho produzem-se, de forma direta ou mediata, na esfera jurídico do cliente, titular do interesse em questão.

Como referimos, estamos perante uma relação de natureza fiduciária que implica a gestão, por parte do consultor, de interesses alheios, pelo que é importante, atendendo que é um princípio do Direito, assegurar a proteção dos investidores, tutelando os seus interesses. Com efeito, o legislador português consagrou o princípio geral da proteção dos interesses legítimos dos clientes no n.º 1 do seu artigo 304.º do CVM, sendo corolário deste mesmo princípio os preceitos previstos no referido diploma relativos a conflito de interesses e a benefícios.

¹⁵² Ver *credence goods*, ponto I do Capítulo IV.

O dever de lealdade (quer no seu sentido positivo quer negativo) tem sempre de ser observado quando o consultor prossegue, de forma ativa, os interesses do seu cliente, respeitando assim o princípio aludido.

Encontrando-se interligados – o princípio e o dever de lealdade – significa que existe uma dimensão de prevenção de gestão de conflitos de interesses no seio deste princípio, pelo que, em última análise, quando tudo o resto falhar, tem o consultor de respeitar sempre o princípio geral da boa fé. Este comportamento leal exigido ao consultor implica que não pode prosseguir interesses próprios ou de terceiros em detrimento dos interesses do cliente.

Para além da prevenção e gestão dos conflitos, previstos nos artigos 309.º e seguintes do CVM, também decorre do princípio da proteção dos interesses legítimos dos clientes os deveres de informação previstos no CVM e demais legislação aplicável aos intermediários financeiros. Estes deveres aplicam-se a todos os intermediários financeiros, independentemente dos serviços de investimento ou auxiliares que prestem, *inclusive* à consultoria para investimento.

De referir, ainda, os casos em que a consultoria para investimento não é desenvolvida de forma regular e através do pagamento de uma comissão, mas sim resulta da prestação incidental de conselho - situações de consultoria incidental – que pode ocorrer por iniciativa de qualquer uma das partes da relação, do intermediário financeiro ou do cliente.

Não é difícil de perceber que se os consultores forem apenas compensados através de comissões pagas pelos clientes que o risco do surgimento de conflitos de interesses será tendencialmente menor. Já no caso da consultoria incidental, o contra pagamento pode ser feito por outras vias, como o recebimento de benefícios por terceiros.

A DMIF II procura, através da implementação da modalidade da consultoria para investimento independente, prosseguir o princípio da proteção dos legítimos interesses dos clientes, porquanto reforça os deveres de informação e tem uma disciplina que procura prevenir e gerir as situações de conflitos de interesses quando é prestado o serviço de consultoria para investimento.

O Direito procura prevenir a atuação contrária à prossecução do interesse do cliente, procurando presumir as possíveis escolhas do consultor e prevenir a tentação de

escolher prosseguir um interesse que não o do cliente, eliminando a oportunidade de atuar contra esse interesse, evitando mesmo a emergência do próprio conflito de interesses. Assim, basta que a norma seja violada, não sendo necessário que o consultor efetivamente atue contra o melhor interesse do cliente; procurando evitar o surgimento de conflitos de interesses a consultoria para investimento independente proíbe que os consultores recebam benefícios quando prestem este tipo de serviço.

O artigo 313.º do CVM estabelece a proibição, para todos os intermediários financeiros, de oferecer a terceiros ou deles receber qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário (proibição geral), exceto quando sejam superados, cumulativamente, os testes de transparência (alínea a) do n.º 1), de qualidade (alínea b) do n.º 1) e do não prejuízo do cliente (alínea c) do n.º 1)¹⁵³. O teste da transparência prevê que o intermediário comunique, de forma clara, ao cliente antes da prestação do serviço o valor ou cálculo da remuneração, comissão ou benefício não pecuniário. O teste da qualidade permite recebimento desses benefícios desde que permitam melhorar a qualidade do serviço prestado. Por fim, o teste do não prejuízo do cliente em que se verifica que o recebimento desses benefícios não tem como consequência o intermediário financeiro atuar num sentido diferente do da prossecução do interesse do cliente.

Concluindo, no caso da consultoria para investimento não independente, o intermediário financeiro pode aceitar pagamentos de terceiros, porém tem de informar o cliente, tem de realizar o denominado *service enhancement test* que consiste num teste que comprove que o pagamento referido melhora a qualidade da consultoria e não esteja em causa um conflito que afete o juízo do intermediário financeiro na prossecução do interesse do cliente.

A DMIF II vem, em sede de consultoria para investimento independente, proibir o recebimento de forma plena de qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário por parte de terceiros, só permitindo no caso de prestações não monetárias não significativas¹⁵⁴, e desde que se cumpram os testes *suprarreferidos*, cumulativamente.

¹⁵³ SOFIA LEITE BORGES, *A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)*, Revista de Direito das Sociedades, VIII, n.º 2, Coimbra, 2016, pp. 302-304.

¹⁵⁴ Conceito desenvolvido no n.º 3 do artigo 12.º da Diretiva Delegada DMIF II.

Por fim, temos de atender ao n.º 10 do artigo 24.º da DMIF II que estabelece deveres quanto à remuneração dos colaboradores dos intermediários financeiros, devendo assim assegurar que estes não são remunerados nem avaliados de forma a que seja possível a emergência de conflitos de interesses. Não devem, por isso, ser adotadas medidas que levam à criação de um incentivo aos colaboradores para recomendarem determinado instrumento financeiro ao cliente quando existe outro que corresponde melhor aos interesses do cliente-investidor¹⁵⁵.

Certo é que, para alcançarmos as melhores decisões jurídicas temos sempre que obter um conhecimento empírico da realidade prática. No sistema financeiro temos assistido a uma prática cada vez mais comum dos bancos serem também intermediários financeiros¹⁵⁶.

Atento ao disposto até ao momento, existe um exemplo prático que queremos apresentar na presente dissertação: as instituições bancárias como intermediários financeiros e instituições financeiras (emitentes). Assim, os consultores são trabalhadores bancários. Esta é uma clara situação que potencia conflitos de interesses e causa desconfiança dos investidores no mercado.

A independência pode ser a palavra-chave para resolver este leque cada vez mais potencial de conflitos de interesses. A consultoria para investimento independente surge, então, não apenas para eliminar as questões de ambiguidade do mercado financeiro, mas também para prevenir o conflito de interesses. Contudo, a independência acarreta custos. A informação acarreta custos. A informação independente acarreta ainda mais custos. Esta é uma realidade que os investidores, mais das vezes, não alcançam, não se encontrando disponíveis para pagar pela informação como um produto financeiro.

A ação regulatória deve concentrar-se em eliminar todo e qualquer impedimento que o mercado crie para a consultoria para investimento independente, mas o maior impedimento pode mesmo ser os clientes-investidores.

Outra questão que a consultoria para investimento independente não vem solucionar são os casos de consultoria para investimento incidental, não prevenindo os

¹⁵⁵ Cf. Considerando (41) do Regulamento Delegado DMIF II que prevê a conceção e aplicação de políticas de remuneração a todos os colaboradores que podem ter impacto na prestação do serviço.

¹⁵⁶ PATRICK C LEYENS, *Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 11, abril 2011, pp. 25-26.

conflitos de interesses que surgem nessa sede, nem protegendo os clientes. Não esquecer que uma das causas que provocaram o aumento da desconfiança dos investidores nos mercados financeiros, foi acreditarem que estavam a ser aconselhados por um perito relativamente a um produto financeiro, acreditando que era o que prosseguia melhor os seus interesses e não os interesses dos intermediários.

Ainda em sede da consultoria incidental não é possível alcançar através das soluções legislativas alcançadas se estando perante um *collateral contract* este não pode ser prestado de forma independente por não adotar a estrutura prevista pela DMIF II. Entendemos que dificilmente podemos estar perante a prestação deste serviço, porquanto as três questões de resposta obrigatória não são respondidas, em particular a primeira, em que tem de indicar se o serviço de consultoria prestado é ou não independente. Na consultoria incidental, a nosso ver, devem ser aplicadas as normas da consultoria para investimento não independente, pois se por um lado não obrigam à existência de forma escrita na celebrado do contrato de consultoria para investimento conseguimos entender do espírito da lei que o legislador pretendeu proteger os investidores, permitindo comprovar que foi-lhes prestado esse serviço, o certo é que em sede de consultoria para investimento independente nada na letra e no espírito da lei sugerem que o legislador pretendeu aumentar os níveis de informação na consultoria incidental. Enquanto no primeiro caso o legislador preocupou-se em proteger a confiança do investidor, permitindo facilitar a prova de que lhe prestaram o serviço de consultoria, no segundo caso o legislador tem em vista o aumento da informação que é disponibilizada ao investidor.

Como referimos, um dos focos da DMIF II é a existência de conflitos de interesses, procurando garantir que o cliente conhece estes conflitos e é capaz de avaliar de forma correta o conselho prestado. Neste contexto, surge a importância do dever informativo plasmado na Diretiva quando obriga o intermediário a indicar ao cliente se a consultoria tem ou não uma base independente (n.ºs 4 e 7 do artigo 24.º da DMIF II) – esta é a primeira questão que se coloca, nos dias de hoje, ao intermediário financeiro que presta o serviço de consultoria para investimento.

Um certo mínimo de independência é essencial para garantir a confiabilidade da informação transmitida ao investidor: estabelecer um modelo de independência torna-se no contexto atual imperativo¹⁵⁷.

Como temos referido, a confiança dos investidores no mercado é um pilar essencial, que foi “abalado” com a grande crise de 2007. A globalização dos mercados e a complexidade dos produtos financeiros, também são fatores para o crescente aumento da importância da informação verdadeira, atual e correta e, mais ainda, são fatores da importância que a confiança dos investidores nos intermediários financeiros acarreta para o bom funcionamento dos mercados financeiros.

A proibição de emissão de recomendações ou conselho não é uma realidade no caso de os intermediários deterem ações da entidade que recomendam ao cliente que compre. Os reguladores a nível mundial, preferem antes evitar a possibilidade do conflito, estabelecendo o dever do intermediário financeiro se abster de um negócio contrário ao seu conselho. No caso da consultoria para investimento independente, isto não pode suceder, porquanto uma recomendação nunca será verdadeiramente independente se o intermediário beneficia desse negócio para além do valor do conselho. O dever referido tem o seu valor, mas não substitui as medidas organizativas que procuram evitar conflitos de interesses. Neste aspeto, esta modalidade vem apresentar uma evolução e uma mudança de paradigma, afastando dos conflitos de interesses os problemas relativos à remuneração dos consultores.

Neste ponto, sublinhamos e subscrevemos a opinião de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA: “*o novo regime indiretamente imposto para o financiamento da atividade de consultoria para investimento independente vem anunciar modificações profundas: não só a unidade de regime até agora vigente desaparece, como é a própria conceção global da indústria que terá de ser revista. Por isso se tem chamado a atenção para que o cumprimento das exigências da DMIF II não representa apenas, como na DMIF I, um problema (mais ou menos complexo) de compliance, mas antes de necessária revisão da estratégia e modelo de negócio*”¹⁵⁸. As instituições financeiras têm de alterar a sua forma

¹⁵⁷ PATRICK C. LEYENS, *Intermediary Independence – Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, Journal of Corporate Law Studies, vol. 11, abril 2011, p. 33.

¹⁵⁸ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – O novo direito dos valores mobiliários, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 224-225.

de atuação no mercado, e o modo como cria valor; tem de repensar a organização dos seus recursos humanos e como se apresenta ao público em geral, pois tem de ter cuidado como a utilização de adjetivos como ‘independente’ e ‘imparcial’, e mesmo que preste ambas as modalidades de consultoria tem de garantir que o cliente não fica confuso com qual serviço lhe está a ser prestado.

A mesma autora apresenta o reverso da consultoria para investimento independente, devido aos custos que irá acarretar para o cliente, pelo que *“também já se tem antecipado que, fazendo recair os custos do aconselhamento sobre os clientes, poderá incentivar-se a preferência por produtos menos complexos, gerando, em teoria, uma potencial tendência para a simplificação dos produtos”*¹⁵⁹. Com efeito, a informação acarreta custos, a informação de produtos financeiros complexos acarreta ainda mais custos, pelo que, procurando que o valor a pagar pelo cliente de comissão se encontre dentro dos limites que este se propõe a pagar pelo conselho independente, o intermediário financeiro poderá apenas na sua recomendação ampla de produtos financeiros, ter apenas produtos financeiros menos complexos.

¹⁵⁹ *Ibidem*, p. 225.

VI. Conclusão

A presente dissertação retratou o novo tipo de investimento que surgiu com a DMIF II, a consultoria para investimento independente, abordando as questões que inseriu no pensamento jurídico, através da análise do serviço de consultoria antes da entrada em vigor da nova Diretiva, procurando perceber de que modo a nova modalidade veio permitir (ou não) amenizar os problemas do serviço de investimento em questão e qual a sua relação com o objetivo da DMIF II de prevenir e solucionar os conflitos de interesses.

Com esta dissertação ambicionámos ver dois lados da relação entre a consultoria para investimento independente e os conflitos de interesses: (i) de que forma, atendendo que se trata de um serviço de investimento, se podem evitar a emergência de conflitos de interesses neste tipo de consultoria e (ii) se a consultoria para investimento independente, surge como uma nova forma de evitar a emergência de conflitos de interesses na consultoria para investimento ‘tradicional’.

A consultoria para investimento independente é uma das maiores novidades da DMIF II, que procura trazer mais segurança aos mercados financeiros através da maior proteção dos investidores. A presente dissertação tem uma pertinência reforçada, atendendo que a chegada desta nova modalidade de consultoria para investimento à realidade prática apresenta-se como uma verdadeira revolução do paradigma do modelo de negócios que conhecemos, tendo as instituições financeiras de fazer verdadeiras reformas ao nível quer das instalações quer dos recursos humanos.

Com a presente dissertação concluímos que a consultoria para investimento independente procura afastar o surgimento de conflitos de interesses através do controlo de um dos elementos que provoca a sua emergência, a remuneração, permitindo apenas que o valor da prestação do serviço seja pago única e exclusivamente pelo cliente. E restringe, de forma mais acentuada, a possibilidade das instituições financeiras se apresentarem no mercado como independentes: apesar de puderem oferecer ambos os tipos de serviços e de conseguirem continuar a apresentar-se como independentes, o certo é que estão obrigados a garantir que o cliente não fica confuso com o tipo de consultoria para investimento que lhe está a ser prestado.

Apesar das melhorias ao nível da informação que a consultoria para investimento independente introduz na relação entre o consultor e o cliente, o certo é que o aumento da informação também implica o aumento dos custos, e por sua vez, atendendo que o consultor apenas pode ser remunerado única e exclusivamente pelo cliente, este último é que vai ter de suportar todos os custos do serviço, tornando-se demasiado dispendioso para os clientes, não optando assim por este tipo de serviço de investimento.

A presente dissertação também apresenta questões que não obtiveram solução por parte do legislador europeu e, por conseguinte, o nacional (este apenas se limitou a reproduzir no ordenamento jurídico a DMIF II e a Diretiva Delegada): Quando estejamos perante consultoria incidental esta nunca pode ser independente porque não adota uma certa estrutura? Mas e se respeitar todos os pressupostos deste tipo de consultoria? Intermediários financeiros que prestam consultoria individualizada, mas de modo acessório à prestação de outros serviços de investimento, também não podem produzir um conselho independente?

Para além de almejarmos com este trabalho responder às novas problemáticas que surgem com a consultoria para investimento independente, não quisemos deixar de parte uma problemática que, nos dias de hoje, vê a sua importância reforçada, e que apesar de a consolidação doutrinal se encontrar razoavelmente consolidada, seria parco o nosso estudo sobre a consultoria para investimento independente sem esta: os conflitos de interesses.

Referiu-se que com a entrada em vigor do pacote regulamentar DMIF II/RMIF procurou-se o aumento da proteção dos investidores pelo que procurámos entender de que forma é que as alterações ao nível do serviço de investimento em análise e dos conflitos de interesses permitiu (ou não) este aumento de proteção, e as possíveis lacunas deixadas pelo ordenamento jurídico que têm de ser colmatadas, no nosso entender, não através de mais regulação, mas sim de mais recomendações por parte dos supervisores, em particular no nosso caso da CMVM.

Concluimos, com a certeza de que a consultoria para investimento independente veio aumentar as exigências relativas aos deveres de informação, procurando evitar conflitos de interesses, mas que só o futuro nos dirá se cumpre o objetivo para o qual foi desenhado, ou se trará mais problemas que soluções ao sistema financeiro.

VII. Bibliografia

ABREU, J. M. Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2010.

ABREU, J. M. Coutinho de, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, Série Cadernos do IDET, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2010.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997.

ALONSO, Isabel Aguilar, *La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II)*, Actualidad Jurídica Uria Menéndez, Madrid, 2014.

ANDERSEN, Esben S., *The evolution of credence goods: A transaction approach to product specification and quality control*, 1994.

ANTUNES, J. Engrácia, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra vol. LXXXV, Coimbra, 2009.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Compliance and the compliance function in banks*, Bank for International Settlements, abril 2005.

BELLOFATTO, A. / D'HONDT, C. / WINNE, R. de, *Subjective financial literacy and retail investors behaviour*, Journal of Banking & Finance 92, 2018.

BOLTON, Patrick / FREIXAS, Xavier / SHAPIRO, Joel David, *The Credit Ratings Game*, janeiro 2009.

BORGES, Sofia Leite, *A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)*, Revista de Direito das Sociedades, VIII, n.º 2, Coimbra, 2016.

BORGES, Sofia Leite, *A regulação geral do conflito de interesses na DMIF*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 1, 2007.

CALCAGNO, Riccardo / MONTICONE, Chiara, *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance 50, 2015.

CMVM, *A adequação do instrumento financeiro ao perfil do investidor*, outubro, 2012.

COELHO, Miguel, *A actividade de research em Portugal, as recomendações de investimento e os conflitos de interesses*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 16, 2003.

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Actions Plan*, 2017.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II*, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, 2019.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2018.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Inteligência artificial e consultoria robótica (Automation in Financial Advice) em FinTech: desafios da Tecnologia Financeira*, coord. António Menezes Cordeiro / Ana Perestrelo de Oliveira / Diogo Pereira Duarte, Almedina, Coimbra, 2017.

COX, Arthur, *MiFID II Series: Investment Advice*, 2017.

CROCKETT, Andrew / HARRIS, Trevor / MISHKIN, Frederic S. / WHITE, Eugene, *Conflicts of Interests in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the World Economy, No. 5, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Geneva, 2004.

DARBY, M.R. / KARNI, E., *Free Competition and the Optimal Amount of Fraud*. Journal of Law and Economics 16 (1), 1973.

EMONS, Winand, *Credence Goods and Fraudulent Experts*, The RAND Journal of Economics, vol. 28, n.º 1, 1997.

ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation in Financial Advice*, s.d., mas 2016.

ESMA, *Guia de Investimento*, 2012.

ESMA, *Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014.

FAIA, Ester / HACKETHAL, Andreas / HALIASSOS, Michael / LANGENBUCHER, Katja (edit.), *Financial Advice, Financial Regulation, A Transatlantic Perspective*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2015.

FERRARA, Francesco, *Interpretação e Aplicação das Leis*, tradução de Manuel de Andrade, 3.^a edição, Coimbra, 1978.

FRADA, A. Manuel Carneiro da, *Contrato de Deveres de Protecção*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Suplemento XXXVIII, Coimbra, 1994.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice*, 2012.

GAUDECKER, H.-M. Von, *How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?*, The journal of Finance, 2015, Volume 70(2).

GIUDICI, Paolo, *Part II Investment Firms and Investment Services, 6 Independent Financial Advice, Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford Legal Research Library, 2017.

GUEDES, Agostinho Cardoso, *A responsabilidade do banco por informações à luz do artigo 485.º do Código Civil*, Revista de Direito e Economia, Ano XIV, 1988.

HACKETAL, Andreas, *Financial Advice, Financial Regulation, A Transatlantic Perspective*, Cambridge University Press, United Kingdom, 2015.

HM TREASURY – FCA, *Financial Advice Market Review*, 2016.

HOBZA, Martin, *Independent Investment Advice under MiFID II*, Prague Law Working Papers Series No. 2017/II/2, Prague, 2017.

IOSCO, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report*, novembro 2007.

KUMPAN, Christoph / LEYENS, Patrick C., *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2008.

LEITÃO, Luís de Menezes, *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000.

LEYENS, Patrick C., *Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 11, abril 2011.

MARTINS, Fazenda, *Deveres dos Intermediários Financeiros em Especial os Deveres para com os Clientes e o Mercado*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000.

MARTINS, Paulo Costa, *Consultoria para investimento. A vitória dos independentes?*, *Funds people portugal*, 2014.

MEHRAN, Hamid / STULZ, René M., *The economics of conflicts of interest in financial institutions*, *Journal of Financial Economics*, Volume 85, Issue 2, agosto 2007.

MONTEIRO, Jorge Sinde, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Almedina, Coimbra, 1989.

MORAIS, Jorge Alves / LIMA, Joana Matos, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, *Quid Juris?*, Lisboa, 2015.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *DMIF II e Consultoria para Investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio*, Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, 1, Lisboa, 2016 – *O novo direito dos valores mobiliários*, 1.^a edição, Almedina, Coimbra, 2017.

ÖSTERREICHISCHER VERBAND FINANCIAL PLANNERS, *MiFID II, WAG 2018 und interessenkonfliktfreie Beratung Anforderungen na Zertifikatsträger*, Viena, 2017.

PANTA, Murali Prasad, *Business, Consumer and the Government: An Economic and Legal Perspectives (India and Germany)*, Mittal Publications, 2001.

PINTO, Paulo Mota, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Volume I, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.

PLMJ, *A DMIF II/RMIF*, Nota informativa, 2017.

RUTE, J. M^a de Cuesta *et al.*, *Contratos Mercantiles, Tomo III, Contratos bancarios, del mercado de valores y de seguro*, Bosch, Barcelona, 2007.

SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *A responsabilidade civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2008.

SARAIVA, Rute, *Direito dos Mercados Financeiros – Apontamentos*, AAFDL, Lisboa, 2015.

STOLPER, Oscar, *It takes two to Tango: Households' response to financial advice and the role of financial literacy*, Journal of Banking & Finance 000, 2017.

TEIXEIRA, Glória / PEDRO, Rute, *Sociedades de Consultoria para Investimento: Breves Notas Interpretativas*, in: *Estudos em Honra do Prof. Doutor J. Oliveira Ascensão, vol. II*, Almedina, Coimbra, 2008.

VALE, A. Lucena e, *Consultoria para investimento em Valores mobiliários, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004.

VIII. Jurisprudência

Tribunal de Justiça (Quarta Secção) no Acórdão de 30 de maio de 2013, Processo n.º C-604/2011.

Tribunal da Relação do Porto, de 02.03.2015 (Carlos Gil).