

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



O DEVER DE ADEQUAÇÃO —  
INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

Miguel Gonçalves Galveias

Dissertação

MESTRADO EM DIREITO  
(CIÊNCIAS JURÍDICO-FINANCEIRAS)

2016

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



O DEVER DE ADEQUAÇÃO —  
INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

Miguel Gonçalves Galveias

Dissertação orientada pela  
Prof.<sup>a</sup> Doutora Rute Saraiva

MESTRADO EM DIREITO  
(CIÊNCIAS JURÍDICO-FINANCEIRAS)

2016

## RESUMO

O presente trabalho versa sobre o dever de avaliar o caráter adequado da operação — dever de adequação — que é imposto ao intermediário financeiro, previamente à prestação de atividades/serviços de intermediação financeira.

A análise incide, em primeiro lugar, na apreciação dos deveres do intermediário financeiro que resultam da relação que estabelece com o investidor, tendo em vista enquadrar o dever de adequação na órbita dos demais deveres de conduta.

Posteriormente, seguimos com a compreensão e o impacto do princípio *know your customer*, no âmbito da atividade de intermediação financeira. Atendendo a que o referido princípio permite conhecer o cliente, prosseguimos com o estudo do dever de categorização de investidores, que assume um papel instrumental para o cumprimento do dever de adequação, posto que a sua intensidade varia consoante a natureza do cliente a quem o serviço é prestado.

Dado o mote, daremos conta do contexto do dever de adequação. Posto isto, apreciamos as respetivas implicações em face do serviço/atividade de intermediação financeira (*appropriateness vs suitability* e *execution only*) e do instrumento financeiro, bem como da extensão a outros produtos financeiros. Ainda por referência a este capítulo, daremos uma breve nota relativamente ao problema da agência (*agency theory*) que é suscetível de surgir na determinação da adequação do serviço/atividade ao perfil do cliente.

Seguidamente, são identificadas e apreciadas, tendo presente o mérito da causa, as alterações mais relevantes introduzidas pela Diretiva 2014/65/UE.

Uma vez que o dever de adequação é suscetível de provocar problemas de ordem prática, merece a nossa atenção as questões emergentes do cumprimento do dever de adequação quando estão em causa contas coletivas de valores mobiliários ou quando o intermediário financeiro se depara com uma situação de representação.

Terminamos com o estudo do incumprimento do dever de adequação e a potencial responsabilidade civil, à qual se soma a contraordenacional, que pode ser assacada ao intermediário financeiro em resultado da prestação da sua atividade.

## **PALAVRAS CHAVE**

*Know your customer*; categorização de investidores; dever de adequação.

## **ABSTRACT**

The present work is about the duty to assess the suitable character of the operation — assessment of suitability — of the financial intermediaries, previously to the provision of services/activities of financial intermediation.

The analysis focuses, first of all, on the assessment of the financial intermediary's duties, which result from the relationship established with the investor, bearing in mind to frame the assessment of suitability into the orbit of the others conduct duties.

Moreover, one continues with the comprehension and impact of the “know your customer” principle, within the scope of financial intermediation's activity. Taking into account that the mentioned principle allows to know the client, one proceeds with the study of the categorisation of the investors' duty, which plays an instrumental role for the fulfillment of the assessment of suitability, given that its intensity varies depending on the nature of the client to whom the service is provided.

After these initial considerations, one will deal with the context of the assessment of suitability. As such, one appreciates the implications in what concerns the service/activity of financial (appropriateness vs. suitability and execution only) and the financial instrument, as well as the extent of the assessment of suitability regarding other financial products. In addition to this chapter, one will give a brief explanation towards the agency's theory, which can arise regarding the determination of the suitability in a concrete operation in respect to the client's profile.

Furthermore, one identify and analyse, bearing in mind the scope of this dissertation, the most relevant changes, which were introduced by the Directive 2014/65/EU.

Once the assessment of suitability can cause practical problems, the issues emerging the fulfillment of the mentioned assessment deserves our attention when

transferable securities' collective accounts are at stake or when the financial intermediary is faced with a situation of representation.

One conclude with the study of the non-compliance of the assessment of suitability and with the potential civil liability, to which is added the administrative offence liability, which can be liable to the financial intermediary as a result of the provision of its activity.

## **KEYWORDS**

Know your costumer; categorisation of investors; appropriateness; suitability.

## MODO DE CITAR

Aquando da primeira citação de determinada obra, é identificado o autor, o título, o volume e a edição, se aplicável, ano de publicação e páginas visadas. Nas citações subsequentes, omite-se o volume e a edição, se for caso disso, e o título é abreviado.

No que respeita a publicações periódicas, é ainda referenciada, depois do título do artigo, a designação do periódico e o número. Nas citações posteriores, omite-se a designação do periódico e o número, se aplicável, e o título é abreviado.

Relativamente aos relatórios oficiais, na primeira citação é feita alusão à entidade de onde brota, a referência do documento, sempre que disponível, o título, o ano de publicação e a página respetiva. Nas citações subsequentes, identifica-se, sempre que possível, apenas a entidade, a referência e a página visada.

Quando estiver em causa uma publicação consultada na *web*, é ainda mencionada, aquando da primeira citação, a data em que foi consultada.

As disposições legais referidas, sem indicação expressa da fonte, correspondem a artigos do Código de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, com as alterações introduzidas até à Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro.

## LISTA DAS PRINCIPAIS ABREVIATURAS

CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Código de Valores Mobiliários
DMIF	Diretiva 2004/39/CE
DMIF II	Diretiva 2014/65/UE
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FESCO	<i>Forum of European Securities Commissions</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
1. OS DEVERES DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	5
1.1. Gerais	5
1.2. Personalizados	8
2. O DEVER DE CATEGORIZAÇÃO DE INVESTIDORES	13
2.1. Princípio Know Your Customer	13
2.2. O Dever de Categorização de Investidores	15
2.2.1. Contrapartes Elegíveis / Investidores Qualificados	17
2.2.2. Investidores Não Qualificados	20
3. O DEVER DE ADEQUAÇÃO	23
3.1. Considerando a Atividade/Serviço de Intermediação Financeira	24
3.1.1. Appropriateness vs Suitability	25
3.1.2. Receção e Transmissão ou Execução de Ordens	33
3.2. Considerando o Instrumento Financeiro	35
3.2.1. Instrumentos Financeiros Complexos	35
3.2.2. Extensão a Outros Produtos Financeiros	38
3.3. Teoria da Agência na Intermediação Financeira	40
3.4. O Dever de Adequação e o Princípio da Precaução	43
4. A DIRETIVA 2014/65/UE	44
4.1. Aspetos Relevantes	44

4.1.1. Pretensão Equilíbrio	45
4.1.2. Mercado-Alvo / Know Your Security	46
4.1.3. A “Adequação” do Intermediário Financeiro	47
4.1.4. Consultoria para Investimento	49
4.1.5. Receção e Transmissão ou Execução de Ordens	52
<b>5. O CUMPRIMENTO DO DEVER DE ADEQUAÇÃO</b>	<b>53</b>
5.1. Contas Coletivas de Valores Mobiliários	53
5.1.1. Appropriateness	54
5.1.2. Suitability	55
5.2. Representação	57
5.2.1. Appropriateness	57
5.2.2. Suitability	61
<b>6. O INCUMPRIMENTO DO DEVER DE ADEQUAÇÃO</b>	<b>62</b>
6.1. Incumprimento	62
6.2. Responsabilidade Civil	64
6.3. Responsabilidade Contraordenacional	68
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>70</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>72</b>
Relatórios Oficiais	78

## AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Rute Saraiva agradeço toda a disponibilidade evidenciada e esclarecimentos prestados.

À Mãe, ao Pedro e à Filipa, que constituem um núcleo intangível, por *tudo*.

Cascais, 21 de janeiro de 2016.

*“(...) adequate investor protection depends to a great extent on the professional attitude and responsibility of the broker-dealer community.”*

ROBERT H. MUNDHEIM<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Cf. ROBERT H. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journal*, 445-480, (1965), p. 446.

## INTRODUÇÃO

A crise financeira global da primeira década do século XXI teve o condão de fazer renascer a preocupação com a proteção dos investidores nos mercados financeiros. A crescente complexidade e a globalização dos mercados financeiros promoveram, por um lado, a especialização dos investimentos e, por outro, a entrada de um conjunto significativo de investidores<sup>2</sup> dotados de poucos conhecimentos e experiência na arte da tomada de decisões de investimento<sup>3</sup>.

A entrada do investidor no mercado — onde a informação tende a ser assimétrica<sup>4</sup> — ocorre, em regra, por via de um intermediário financeiro<sup>5</sup>, que é um profissional especializado, orientado por um escopo lucrativo e fortalecido por uma máquina tecnológica e humana. Já o investidor que contrata com o intermediário financeiro, por vezes<sup>6</sup>, não tem a competência e os instrumentos que o intermediário financeiro

---

<sup>2</sup> No presente estudo o termo “investidor” e “cliente” é empregue em sinonímia. Sobre a distinção *vide*, designadamente, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, (2008), p. 34; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, (2009), p. 234; SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, (2001), p. 43.

<sup>3</sup> Considerando o inquérito elaborado em 2001 pela CMVM, o investidor particular português em valores mobiliários não estava suficientemente informado sobre o mercado e os seus produtos, manifestando algum desconhecimento relativamente aos riscos do mercado. A formação média dos investidores inquiridos era mais elevada, sobretudo, empresários/quadros superiores/profissionais liberais (45,4%), com idades compreendidas entre os 25 e 44 anos, tinham concluído, pelo menos, o ensino secundário e auferiam cerca de € 1.800,00 mensais. Contrapondo, no inquérito realizado em 2006 pela CMVM, as categorias profissionais estão mais repartidas na amostra, sendo a maior percentagem de investidores trabalhadores não qualificados (27,4%). O investidor tipo é igualmente homem, tem entre 45 e 64 anos e auferem até € 2.000,00 mensais. A nível de escolaridade, verifica-se um grande crescimento dos investidores com menores qualificações (até ao 4.º ano de escolaridade), sendo, no entanto, maior a percentagem de investidores que tem pelo menos o 12.º ano concluído. Cf. CMVM, *O Perfil do Investidor Particular Português*, Estudos CMVM n.º 3/2009, (2009), em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 15 de abril de 2015).

<sup>4</sup> Cf. JOSÉ JOÃO DE AVILLEZ OGANDO, *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais*, em *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Volume I/II, (2004), em <http://www.oa.pt> (consultado em 15 de abril de 2015).

<sup>5</sup> Sobre o termo *vide*, nomeadamente, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, *op. cit.*, p. 42 e seguintes; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 240. A propósito das atribuições do intermediário financeiro no regime pregresso, *vide*, em especial, FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, *Os Intermediários Financeiros*, em *Revista da Banca*, n.º 45, Associação Portuguesa de Bancos, (1998), p. 45-86.

<sup>6</sup> Salientado as debilidades dos investidores não qualificados, *vide* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 52.

tem ao seu dispor, circunstâncias que são suscetíveis de desvirtuar o desejável equilíbrio na relação contratual que prolifera entre ambos. Por isso, a proteção dos investidores constitui um dos principais desígnios da regulação dos mercados financeiros<sup>7</sup>.

Consequentemente, o dever de adequação traduz um reforço dos mecanismos de proteção dos investidores, incutindo ao intermediário financeiro a obrigatoriedade de comprovar a adequação das transações e/ou serviços financeiros, por si propostos ou prestados, ao perfil do cliente. Ademais, o perfil do cliente determinará a intensidade dos demais deveres de conduta impostos ao intermediário financeiro.

Embora o dever de adequação, objeto deste estudo, não constitua uma novidade, a verdade é que o desenvolvimento dos procedimentos que lhe estão subjacentes, com destaque para as alterações ao Código de Valores Mobiliários (CVM)<sup>8</sup> na última década, aliada às dificuldades práticas que provêm do seu cumprimento<sup>9</sup>, justificam a presente análise. Em acréscimo, o facto da Diretiva 2004/39/CE (DMIF)<sup>10</sup> ter sido objeto de revogação pela Diretiva 2014/65/UE (DMIF II)<sup>11</sup> permitirá antecipar as alterações mais relevantes para efeitos deste estudo, com as limitações naturais das concretizações que ainda se encontram na esfera da *European Securities and Markets*

---

<sup>7</sup> Cf. IOSCO, *Objetivos e Princípios da Regulação dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 4, (1999), p. 289; KWANGWOOK LEE, *Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID*, (2009), em <http://www.ssrn.com> (consultado em 15 de março de 2015), p. 2.

<sup>8</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, com as alterações introduzidas até à Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro.

<sup>9</sup> Ao longo de 2014 foram recebidas, pela CMVM, 1278 reclamações de investidores não qualificados, configurando a não adequação dos produtos aos conhecimentos e experiência dos investidores, um dos assuntos mais versados. Cf. CMVM, *Relatório anual sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários*, (2015), em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 15 de março de 2015), p. 280.

<sup>10</sup> Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

<sup>11</sup> Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, a que, no pacote legislativo, se soma o Regulamento (UE) n.º 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

Authority (ESMA)<sup>12</sup>, considerando o processo legislativo adotado<sup>13</sup>, bem como das eventuais, mas esperadas, alterações à Diretiva 2006/73/CE<sup>14</sup>.

No que tange à estrutura do presente estudo, a análise incide, em primeiro lugar, na apreciação dos deveres do intermediário financeiro que resultam da relação que estabelece com o investidor, tendo em vista enquadrar o dever de adequação na órbita dos demais deveres de conduta.

Posteriormente, seguimos com a compreensão e o impacto do princípio *know your customer*, no âmbito da atividade de intermediação financeira. Atendendo a que o referido princípio permite conhecer o cliente, prosseguimos com o estudo do dever de categorização de investidores, que assume um papel instrumental para o cumprimento do dever de adequação, posto que a sua intensidade varia consoante a natureza do cliente a quem o serviço é prestado<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> Criada através do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010. Precedida pelo *Committee of European Securities Regulators* que, por seu turno, sucedeu ao *Forum of European Securities Commissions*.

<sup>13</sup> Processo *Lamfalussy*, que tinha em vista tornar mais célere o processo legislativo comunitário e conferir atualidade e apuro técnico aos diplomas comunitários, dada a crescente complexidade das matérias por estes reguladas. Assim, em primeiro lugar, é aprovada uma diretiva quadro, aprovada pelo Conselho e Parlamento, onde se estabelecem os princípios gerais e se delimitam as normas cuja posterior concretização é necessária (nível I). Seguidamente, a Comissão aprova as chamadas diretivas ou regulamentos de execução, com base em parecer técnico submetido pela CESR/ESMA, cuja elaboração pressupõe a realização de consultas públicas (nível II), sendo este processo acompanhado pelo Parlamento. A coerência de práticas na aplicação dos diplomas comunitários é promovida por recomendações da CESR/ESMA (nível III), competindo à Comissão supervisionar a aplicação do direito comunitário e, em caso de violação, sancionar os Estados (nível IV). Para desenvolvimentos sobre o Relatório *Lamfalussy*, vide, nomeadamente, VERA ULRICH GARNEL / NUNO ROCHA LEITE, *Relatório Final do Comité de Sábios da União Europeia sobre o Quadro Normativo dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 10, (2001), 1-13; PAULO CÂMARA, *A Regulação baseada em Princípios e a DMIF*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 57-62, p. 59; CRISTINA SOFIA DIAS, *A Propósito da Diretiva de Instrumentos e Mercados Financeiros: Notas Pessoais*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 64-67.

<sup>14</sup> A Diretiva 2006/73/CE da Comissão, de 10 de agosto de 2006, aplica a DMIF no que concerne aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento, bem como desenvolve os conceitos definidos na DMIF. O Regulamento n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de agosto de 2006, aplica a DMIF no que concerne às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da DMIF.

<sup>15</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros*, em MARIA FERNANDA PALMA / AUGUSTO SILVA DIAS / PAULO SOUSA MENDES (coordenação), *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, (2009), 299-324, p. 299.

Dado o mote, daremos conta do contexto do dever de adequação. Posto isto, apreciamos as respetivas implicações em face do serviço/atividade de intermediação financeira (*appropriateness vs suitability e execution only*) e do instrumento financeiro, bem como da extensão a outros produtos financeiros. Ainda por referência a este capítulo, daremos uma breve nota relativamente ao problema da agência (*agency theory*) que é suscetível de surgir na determinação da adequação do serviço/atividade ao perfil do cliente.

Seguidamente, são identificadas e apreciadas, tendo presente o mérito da causa, as alterações mais relevantes introduzidas pela Diretiva 2014/65/UE.

Uma vez que o dever de adequação é suscetível de provocar problemas de ordem prática, merece a nossa atenção as questões emergentes do cumprimento do dever de adequação quando estão em causa contas coletivas de valores mobiliários ou quando o intermediário financeiro se depara com uma situação de representação.

Terminamos com o estudo do incumprimento do dever de adequação e a potencial responsabilidade civil, à qual se soma a contraordenacional, que pode ser assacada ao intermediário financeiro em resultado da prestação da sua atividade.

## 1. OS DEVERES DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

Para efeitos de responsabilidade civil do intermediário financeiro, preconiza-se no n.º 1 do artigo 304.º-A que os deveres respeitantes à organização e exercício da sua atividade podem ser impostos por lei ou regulamento emanado de autoridade pública.

Neste sentido e com o intuito de definir o perímetro das fontes dos deveres, pode concretizar-se que os deveres do intermediário, de âmbito legal, florescem do CVM e do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras<sup>16</sup>, enquanto o âmbito regulamentar incumbe à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Com o objetivo de enquadrar o dever de adequação na constelação dos deveres de conduta do intermediário financeiro, apreciamos, ainda que de forma genérica atento o propósito, os deveres do intermediário financeiro no âmbito da sua atividade e que encontram conforto no CVM<sup>17</sup>.

### 1.1. Gerais

Ao relacionar-se com todos os intervenientes nos mercados financeiros, devem os intermediários financeiros observar os ditames da boa-fé, adotar elevados padrões de diligência, lealdade e transparência, tendo em vista proteger os legítimos interesses dos seus clientes e a eficiência do mercado (n.º 1 e 2 do artigo 304.º).

Para a prossecução de tamanha façanha o intermediário financeiro deve, a saber:

---

<sup>16</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, com as alterações introduzidas até à Lei n.º 118/2015, de 31 de agosto.

<sup>17</sup> Para desenvolvimentos *vide*, nomeadamente, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 353; GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, *op. cit.*, p. 71; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Volume II, 7.ª Edição, Coimbra Editora, (2013), p. 121.

- a) Informar-se junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objetivos de investimento do cliente, na medida do necessário para o cumprimento dos seus deveres na prestação do serviço (n.º 3 do artigo 304.º);
- b) Manter a sua organização equipada com os meios humanos, materiais e técnicos necessários para prestar os seus serviços em condições adequadas de qualidade, profissionalismo e eficiência (artigo 305.º). Neste sentido, deve, nomeadamente, garantir que os seus colaboradores conhecem os procedimentos e a correta execução das suas responsabilidades, contratar colaboradores com as qualificações, conhecimentos e capacidade técnica necessários para a execução das responsabilidades que lhes são cometidas;
- c) Implementar um sistema de controlo do cumprimento — *compliance* — (artigo 305.º-A), que permita fiscalizar as políticas e procedimentos perfilhados e detetar qualquer risco de incumprimento dos deveres a que se encontra sujeito, aplicando medidas para os minimizar ou corrigir. Em adição, o *compliance* deverá assessorar os colaboradores do intermediário financeiro que são responsáveis por executar as atividades/serviços de intermediação financeira<sup>18</sup>;
- d) Adotar políticas e procedimentos para identificar e gerir os riscos relacionados com as suas atividades, procedimentos e sistemas, considerando o nível de risco tolerado (artigo 305.º-B);
- e) Estabelecer um serviço de auditoria interna para examinar e avaliar a adequação e a eficácia dos sistemas, procedimentos e normas que suportam o *compliance* dos intermediários financeiros e, em resultado, emitir as respetivas recomendações (artigo 305.º-C);

---

<sup>18</sup> Realçando a necessidade dos intermediários se vocacionarem e disciplinarem para o cumprimento, JOÃO LABAREDA, *Contributo para o Estudo do Sistema de Controlo e da Função de Cumprimento (“Compliance”)*, (2014), em <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt> (consultado em 22 de setembro de 2015).

- f) Implementar um procedimento eficaz e transparente para o tratamento adequado e eficiente das reclamações formuladas por investidores não qualificados (artigo 305.º-E);
- g) Assegurar uma clara distinção entre os bens pertencentes ao seu património e os bens pertencentes ao património de cada um dos clientes tomando, entre outras, as medidas necessárias para garantir que quaisquer instrumentos financeiros dos investidores, depositados ou registados junto de um terceiro, sejam identificáveis separadamente dos instrumentos financeiros do intermediário financeiro, através de contas abertas em nome dos clientes ou em nome do intermediário financeiro com menção de serem contas de investidores ou através de medidas equivalentes que garantam idêntico nível de proteção (artigo 306.º). Para além disso, se o intermediário financeiro pretender dispor de instrumentos financeiros registados ou depositados em nome de um investidor, deverá solicitar autorização prévia e expressa daquele e, tratando-se de investidor não qualificado, comprovada pela assinatura ou equivalente (artigo 306.º-B);
- h) Manter os registos contabilísticos atualizados e estratificados, bem como registos das ordens recebidas do cliente durante, pelo menos, cinco anos (artigos 307.º e 307.º-B);
- i) Organizar-se por forma a identificar possíveis conflitos de interesses e atuar de modo a evitar ou a reduzir o risco da sua ocorrência adotando, para o efeito, uma política escrita em matéria de conflitos de interesses (artigo 309.º-A)<sup>19</sup>. Havendo uma situação de conflito de interesses, o intermediário financeiro deve aprofundar aos seus clientes um tratamento transparente e equitativo, prevalecendo, em situações de fronteira, os interesses dos seus clientes (artigo 309.º). Merece particular destaque a circunstância da política em matéria de conflitos de interesses ter de conter, obrigatoriamente, as situações em que, em resultado da prestação de atividades de intermediação financeira ou por outra circunstância, o

---

<sup>19</sup> Em particular sobre o desenvolvimento da temática dos conflitos de interesses nas últimas décadas, vide PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, op. cit., p. 373.

intermediário financeiro obtenha um ganho ou evite uma perda de semblante financeiro, em detrimento do cliente (artigo 309.º-B). O intermediário financeiro deve manter atualizados os registos das situações de conflitos de interesses (artigo 309.º-C);

- j) Abster-se de incitar os clientes a efetuar operações repetidas sobre instrumentos financeiros ou de as realizar por conta deles, quando as operações tenham como fim principal a cobrança de comissões ou outro objetivo estranho aos interesses do cliente — intermediação excessiva ou *churning* (artigo 310.º);
- k) Não intervir em operações ou atos suscetíveis de pôr em risco a regularidade de funcionamento, transparência e credibilidade do mercado (artigo 311.º).

## 1.2. Personalizados

Revelados os deveres gerais do intermediários financeiro, importa agora visitar os deveres “personalizados” consoante a natureza do cliente por um lado e, por outro, do serviço a prestar.

A exposição que se anuncia não contém, propositadamente, referência ao dever de categorização de investidores e ao dever de adequação, sendo o tributo efetuado nos capítulos subsequentes<sup>20</sup>.

Dando seguimento aos princípios que motivaram a exposição dos deveres gerais, também aqui não se pretende assumir uma postura exaustiva. Veremos, por isso, os deveres personalizados que apresentam uma ligação ao dever de adequação, espinha dorsal da presente investigação.

No que concerne à informação a disponibilizar aos clientes<sup>21</sup>, é sintomático o teor do n.º 2 do artigo 312.º ao apregoar que a extensão e a profundidade da informação a

---

<sup>20</sup> Cf. *Infra* 2. O Dever de Categorização de Investidores e 3. O Dever de Adequação.

<sup>21</sup> Tendo em vista aumentar a transparência e restabelecer a confiança dos investidores no mercados financeiros, foi criado o regime de informações fundamentais destinadas aos investidores, estabelecido pela Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários.

prestar devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente<sup>22</sup>.

Neste sentido, o intermediário financeiro deve prestar, por escrito, relativamente aos serviços que ofereça, que sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, *inter alia*, as que se encontram mencionadas no n.º 1 do artigo 312.<sup>o23</sup>. A informação significa “*algo de neutro, no sentido de que não envolve um juízo de valor sobre o facto que dela é objeto, nem uma sugestão ou exortação para que o destinatário adote uma determinada conduta*”<sup>24</sup>, sendo o “*pilar básico*”<sup>25</sup> da proteção dos investidores<sup>26</sup>.

Estando em causa um investidor não qualificado<sup>27</sup>, o manancial informativo é, em particular, redobrado, não podendo o intermediário financeiro, designadamente, dar ênfase aos benefícios potenciais de uma atividade de intermediação financeira ou de um instrumento financeiro, sem dar, igualmente, uma indicação correta e clara dos riscos relevantes sendo que, em qualquer situação, deverá ser apresentada de modo a ser compreendida pelo destinatário médio (n.º 1 do artigo 312.<sup>o</sup>-A).

---

<sup>22</sup> Que não se confunde com o dever de adequação, como veremos. Porém, a título preliminar, merece destaque a posição de ALEXANDRE LUCENA E VALE, *Informação e Operações sobre Valores Mobiliários*, (2011), em <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt> (consultado em 22 de setembro de 2015), p. 12, a propósito do dever de adequação e que fornece uma orientação precisa, concernente à distinção dos dois deveres: “*Estamos aqui, a meu ver, para além do princípio do full disclosure e já dentro do que poderia considerar a apreciação ou juízo sobre o mérito/bondade da operação. Efetivamente, ainda que apresentado como um dever de informação sobre os riscos da operação e sobre a relação entre esses riscos e a situação e objectivos do cliente, o que é certo é que a definição dos termos dessa relação pressupõe já um juízo de valor do intermediário financeiro.*”

<sup>23</sup> Designadamente as respeitantes a: “a) ao intermediário financeiro e aos serviços por si prestados; b) à natureza de investidor não qualificado, investidor qualificado ou contraparte elegível do cliente, ao seu eventual direito de requerer um tratamento diferente e a qualquer limitação ao nível do grau de proteção que tal implica; c) à origem e à natureza de qualquer interesse que o intermediário financeiro ou as pessoas que em nome dele agem tenham no serviço a prestar, sempre que as medidas organizativas adotadas pelo intermediário nos termos dos artigos 309.<sup>o</sup> e seguintes não sejam suficientes para garantir, com um grau de certeza razoável, que serão evitados o risco de os interesses dos clientes serem prejudicados; d) aos instrumentos financeiros e às estratégias de investimento propostas; e) aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar; f) à sua política de execução de ordens e, se for o caso, à possibilidade de execução de ordens de clientes fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral; g) à existência ou inexistência de qualquer fundo de garantia ou de proteção equivalente que abranja os serviços a prestar; h) Ao custo do serviço a prestar.”

<sup>24</sup> Cf. ALEXANDRE LUCENA E VALE, *Informação e Operações sobre Valores Mobiliários*, op. cit., p. 7.

<sup>25</sup> Cf. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, op. cit., p. 37.

<sup>26</sup> Cf. IOSCO, *Objetivos e Princípios da Regulação dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 4, (1999), p. 297.

<sup>27</sup> Conceito que será densificado adiante: vide *infra* 2.2.2. *Investidores não qualificados*.

No que diz respeito ao momento da prestação da informação, a preocupação do legislador é, novamente, os investidores não qualificados. Com efeito as informações devem ser prestadas com a *antecedência suficiente*<sup>28</sup> à vinculação a qualquer contrato de intermediação financeira ou, na pendência de uma relação de clientela<sup>29</sup>, antes da prestação da atividade de intermediação financeira proposta ou solicitada (n.º 1 do artigo 312.º-B).

Relativamente ao conteúdo da informação mínima a transmitir pelo intermediário financeiro, importa estabelecer as seguintes distinções, a saber:

- a) A informação relativa ao intermediário financeiro e aos serviços por si prestados deverá englobar aquela que é mencionada no n.º 1 do artigo 312.º-C<sup>30</sup>. Todavia,

---

<sup>28</sup> Sempre que o intermediário financeiro detenha, ou possa vir a deter, instrumentos financeiros ou dinheiro que pertençam a quaisquer investidores, independentemente da respetiva classificação, deve informá-los com a *antecedência suficiente* do facto de as contas que contenham instrumentos financeiros ou dinheiro do cliente estarem, ou poderem vir a estar, sujeitas a lei estrangeira, indicando que os direitos do cliente podem ser afetados e a existência e o conteúdo de direitos decorrentes de garantias que um terceiro tenha, ou possa vir a ter, relativamente aos instrumentos financeiros ou ao dinheiro do cliente ou de direitos de compensação que tenha face a ambos (n.º 2 do artigo 312.º-F).

<sup>29</sup> A propósito *vide*, nomeadamente, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, *op. cit.*, p. 66.

<sup>30</sup> Que compreende: “a) a denominação, a natureza e o endereço do intermediário financeiro e os elementos de contacto necessários para que o cliente possa comunicar efetivamente com este; b) os idiomas em que o cliente pode comunicar com o intermediário financeiro e receber deste documentos e outra informação; c) os canais de comunicação a utilizar entre o intermediário financeiro e o cliente, incluindo, se for caso disso, para efeitos de envio e receção de ordens; d) declaração que ateste que o intermediário financeiro está autorizado para a prestação da atividade de intermediação financeira, indicação da data da autorização, com referência à autoridade de supervisão que a concedeu e respetivo endereço de contacto; e) sempre que o intermediário financeiro atue através de um agente vinculado, uma declaração nesse sentido, especificando o Estado membro da União Europeia em que o agente consta de listagem pública; f) a natureza, a frequência e a periodicidade dos relatórios sobre o desempenho do serviço a prestar pelo intermediário financeiro ao cliente; g) caso o intermediário financeiro detenha instrumentos financeiros ou dinheiro dos clientes, uma descrição sumária das medidas tomadas para assegurar a sua proteção, nomeadamente informação sintética sobre os sistemas de indemnização aos investidores e de garantia dos depósitos aplicáveis ao intermediário financeiro por força das suas atividades num Estado membro da União Europeia; h) uma descrição, ainda que apresentada sinteticamente, da política em matéria de conflitos de interesses seguida pelo intermediário financeiro, de acordo com o artigo 309.º-A e, se o cliente o solicitar, informação adicional sobre essa política; i) a existência e o modo de funcionamento do serviço do intermediário financeiro destinado a receber e a analisar as reclamações dos investidores, bem como indicação da possibilidade de reclamação junto da autoridade de supervisão; j) a natureza, os riscos gerais e específicos, designadamente de liquidez, de crédito ou de mercado, e as implicações subjacentes ao serviço que visa prestar, cujo conhecimento seja necessário para a tomada de decisão do investidor, tendo em conta a natureza do serviço a prestar, o conhecimento e a experiência manifestadas, entregando-lhe um documento que reflecta essas informações”.

- tratando-se de investidor qualificado, o intermediário financeiro deve informá-lo, de forma expressa, que apenas a prestará se o investidor a solicitar (n.º 2);
- b) Para além da informação prevista na alínea a) anterior, o intermediário financeiro que disponibilize ou efetivamente preste o serviço de gestão de carteiras a um investidor não qualificado, deve informá-lo, *inter alia*, dos tipos de instrumentos financeiros suscetíveis de serem incluídos na carteira do investidor e os tipos de operações suscetíveis de serem realizadas sobre esses instrumentos financeiros, incluindo eventuais limites, bem como os objetivos de gestão, o nível de risco refletido no exercício de discricionariedade do gestor e quaisquer limitações específicas dessa discricionariedade (artigo 312.º-D)<sup>31</sup>;
- c) De cariz genérico, o intermediário financeiro deverá informar os investidores da natureza e dos riscos dos instrumentos financeiros, explicitando, com um grau suficiente de pormenorização, a natureza e os riscos<sup>32</sup> do tipo de instrumento financeiro em causa (n.º 1 do artigo 312.º-E). Estando em causa um investidor não qualificado e um valor mobiliário objeto de uma oferta pública, a informação deve ainda incluir o local onde pode ser consultado o prospeto (n.º 3 do artigo 312.º-E).

Importa, em jeito de adiantamento, traçar a distinção entre o incumprimento do dever de informação do dever de adequação.

Por uma banda, o dever de informação pressupõe a comunicação obrigatória ao investidor dos factos legalmente consagrados, constituindo exemplares as menções *supra* enunciadas. A violação daqueles deveres acarreta o incumprimento do dever de informação.

---

<sup>31</sup> Sendo os deveres de informação no âmbito da gestão de carteiras densificados no artigo 323.º-A e 323.º-B, é realçada, novamente, a preocupação com os investidores não qualificados, designadamente, no tocante à periodicidade da informação (n.º 3, 4 e 5 do artigo 323.º-A).

<sup>32</sup> A descrição dos riscos deve incluir (n.º 2): “a) os riscos associados ao instrumento financeiro, incluindo uma explicação do impacto do efeito de alavancagem e do risco de perda da totalidade do investimento; b) a volatilidade do preço do instrumento financeiro e as eventuais limitações existentes no mercado em que o mesmo é negociado; c) o facto de o investidor poder assumir, em resultado de operações sobre o instrumento financeiro, compromissos financeiros e outras obrigações adicionais, além do custo de aquisição do mesmo; d) quaisquer requisitos em matéria de margens ou obrigações análogas, aplicáveis aos instrumentos financeiros desse tipo”.

Por outra banda, pode haver incumprimento do dever de adequação mesmo que o dever de informação tenha sido respeitado. Assim, o dever de adequação não estará a ser cumprido quando o intermediário financeiro não avalia o caráter adequado de determinada operação ao perfil do investidor, ainda que o informe, nomeadamente, dos riscos de um determinado produto financeiro.

Uma última nota a propósito dos contratos de intermediação. Quando celebrados com investidores não qualificados, revestem a forma escrita — podem ser celebrados com fundamento em cláusulas contratuais gerais —, têm um conteúdo mínimo obrigatório e apenas os clientes podem arguir a nulidade resultante da inobservância de forma (artigo 321.º e 321.º-A).

## 2. O DEVER DE CATEGORIZAÇÃO DE INVESTIDORES

### 2.1. Princípio *Know Your Customer*

Atento o teor do n.º 3 do artigo 304.º, na redação que antecede a transposição da DMIF, “na medida do que for necessário para o cumprimento dos seus deveres, o intermediário financeiro deve informar-se sobre a situação financeira dos clientes, a sua experiência em matéria de investimentos e os objetivos que prosseguem através dos serviços a prestar”.

A mencionada norma que, tendo presente a sua inserção sistemática, deve nortear a atividade do intermediário financeiro, é materializada em diversas disposições do CVM, concretizando-se, portanto, no dever de recolher informações sobre o cliente.

A informação relacionada com o cliente abrange não só aquela que é induzida do n.º 3 do artigo 304.º, mas também a comprovação da identidade do investidor, a eventual habilitação jurídica do seu representante, a capacidade financeira, o perfil de risco e eventuais restrições comerciais que lhe sejam aplicáveis<sup>33</sup>. É, assim, toda e qualquer informação que possibilite conhecer o cliente.

---

<sup>33</sup> Cf. FESCO (00-124-b), *Padrões e regras para a harmonização de normas de conduta relativas à proteção dos investidores*, (2000), p. 21.

No ordenamento jurídico norte-americano, o princípio *know your customer* radicou na *New York Stock Exchange Rule 405* (NYSE 405)<sup>34</sup>, que foi desenhada para servir de escudo aos participantes na bolsa de clientes desonestos ou insolventes, procurando, assim, preservar e fortalecer a relação, que se espera de confiança, que se estabelece entre o intermediário financeiro e o seu cliente<sup>35</sup>. Por conseguinte, o intermediário financeiro era incitado, quando estivessem em causa transações iniciadas pelo cliente ou por aquele recomendadas, a adotar uma conduta diligente que apreendesse factos essenciais relativos a cada investidor e a cada ordem recebida<sup>36</sup>. A aplicação da NYSE 405 teve, contudo, pouca adesão junto dos Tribunais, exceto quando as informações

---

<sup>34</sup> Que preconizava: “Every member organization is required through a principal executive or a person or persons designated under the provisions of Rule 3110(a) to use due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order, every cash or margin account accepted or carried by such organization and every person holding power of attorney over any account accepted or carried by such organization.” Posteriormente, foi ainda densificada: “In the case of a margin account carried by a member organization for a non-member corporation, definite knowledge should be had to the effect that the non-member corporation has the right under its charter and by-laws to engage in margin transactions for its own account and that the persons from whom orders and instructions are accepted have been duly authorized by the corporation to act on its behalf. It is advisable in each such case for the carrying organization to have in its possession a copy of the corporate Charter, By-laws and authorizations. Where it is not possible to obtain such documents, a member or principal executive in the member organization carrying the account should prepare and sign a memorandum for its files indicating the basis upon which he believes that the corporation may properly engage in margin transactions and that the persons acting for the corporation have been duly authorized to do so. In the case of a cash account carried for a non-member corporation, the carrying member organization should assure itself through a general partner or an officer who is a holder of voting stock that persons entering orders and issuing instructions with respect to the account do so upon the proper authority. When an agency account is carried by a member organization its files should contain the name of the principal for whom the agent is acting and written evidence of the agent's authority. When Estate and Trustee accounts are involved a member organization should obtain counsel's advice as to the documents which should be obtained. Information as to the country of which a customer is a citizen is deemed to be an essential fact.” Sobre os demais materiais interpretativos, vide <http://www.nyse.com>.

<sup>35</sup> Relativamente às teorias assentes na reputação e posição profissional do intermediário financeiro, apelando a negociações equitativas e justas (*Shingle Theory*), vide LAURENCE A. STECKMAN / ROBERT E. CONNER, *The Unsuitability of the “Suitability Rule”: Why FINRA’s Current Interpretation of Conduct Rule 2310 Undermines Investor “Holding Claim” Entitlements in Contemporary Markets*, in *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Volume II, (2008), 123-141, p. 133; BLAIR H. WALLACE, *A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Volume I, (2006), 231-270, p. 246; FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, in *Arizona State Law Journal*, n.º 35, 536-588, (2005), p. 557.

<sup>36</sup> Cf. NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, in *Brigham Young University Law Review*, 1493-1571, (2001), p. 1536; JERRY W. MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb?*, in *Yale Journal on Regulation*, Volume 12, n.º 2, (1995), em <http://www.ssrn.com> (consultado em 15 de novembro de 2015), p. 369.

sobre o cliente não estão devidamente registadas, posto que, se assim acontecer, o intermediário financeiro não estaria habilitado a conhecer o cliente<sup>37</sup>.

O facto do intermediário financeiro conhecer o seu cliente permitir-lhe-á proceder à respetiva categorização enquanto investidor e, posteriormente, ajuizar a adequação do serviço a prestar ou a propor, ao perfil daquele investidor.

## 2.2. O Dever de Categorização de Investidores

No âmbito do Direito comunitário, o primeiro indício relativamente à distinção da natureza do cliente a quem era prestado o serviço constava do n.º 1 do artigo 11.º da Diretiva 93/22/CEE (DSI)<sup>38</sup>, que referia que as normas de conduta ali identificadas “*devem ser aplicadas tendo em consideração a condição profissional da pessoa a quem é prestado o serviço.*”

Não obstante, a mencionada norma — que replicava as orientações anteriores da *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*<sup>39</sup> —, continha princípios gerais cuja harmonização se veio a confirmar difícil<sup>40</sup>.

Na ressaca do *Financial Services Action Plan*<sup>41</sup> — que tinha como principal desiderato a uniformização das regras aplicáveis no âmbito dos mercados financeiros, tendo em vista o incremento das regras destinadas à proteção dos investidores<sup>42</sup> —, no qual se destacava a desarmonia verificada na aplicação dos princípios previstos na DSI, o FESCO exibiu um conjunto de orientações que identificavam quais os investidores

---

<sup>37</sup> Cf. ALAN N. RECHTSCHAFFEN, *Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution After Crisis*, 2.ª Edição, Oxford University Press, (2014), p. 305.

<sup>38</sup> Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

<sup>39</sup> Cf. IOSCO, *Report on International Conduct of Business Principles*, (1990), apregoando que, “*to reflect the realities of today’s markets, such rules of business conduct should be flexible enough to differentiate between professional and non professional market participants*”.

<sup>40</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira: Apontamentos sobre o Novo Regime*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 97-106, p. 98.

<sup>41</sup> Cf. *Communication of the Commission (COM/232)*, (1999).

<sup>42</sup> Cf. KWANGWOOK LEE, *Investor Protection in European Union*, *op. cit.*, p. 4; RYAN J. DAVIES, *MiFID and a Changing Competitive Landscape*, (2008), em <http://www.ssrn.com> (consultado em 11 de abril de 2015), p. 3.

que seriam considerados como profissionais, em relação aos quais o intermediário financeiro está habilitado a presumir que dispõem dos conhecimentos e experiência para tomar as suas próprias decisões de investimento, no tocante aos instrumentos e serviços de investimento plasmados no anexo à DSI<sup>43</sup>.

Ainda na vigência da DSI e com o duplo propósito de prosseguir com o processo de harmonização e desenvolver as regras de conduta que orientam a atividade dos intermediários financeiros, o CESR emitiu orientações vocacionadas para as contrapartes elegíveis e investidores qualificados, bem como para os investidores não qualificados<sup>44</sup>.

No ordenamento jurídico português, o CVM confrontava, na versão original, os investidores institucionais aos investidores não institucionais, sendo privilegiados os investidores não institucionais pois aquele compêndio enunciava um conjunto de institutos específicos de proteção desta classe de clientes, fomentando a virtualidade de um princípio de proteção dos investidores não institucionais<sup>45</sup>.

Com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 66/2004, de 24 de março, foi alargado o perímetro dos investidores institucionais, podendo ainda a CMVM, mediante regulamento, conferir o estatuto de investidores institucionais a outras entidades dotadas de especial competência e experiência no âmbito dos valores mobiliários.

Posteriormente, com a transposição da Diretiva relativa ao prospeto<sup>46</sup>, através do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março, a terminologia “investidores institucionais” é substituída por “investidores qualificados”. Do ponto de vista substancial, o âmbito de entidades que se incluem nesta categoria é objeto de um alargamento significativo,

---

<sup>43</sup> Cf. FESCO (00-FESCO-A), *Implementation of article 11 of the ISD: categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules*, (2000).

<sup>44</sup> Cf. CESR (CESR/02-098b), *A european regime of investor protection - The professional and the counterparty regimes*, (2002); CESR (CESR/01-014d), *A european regime of investor protection - The harmonization of conduct of business rules*, (2002).

<sup>45</sup> Cf. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 19.

<sup>46</sup> Diretiva n.º 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

seja por via direta, seja por intermédio da qualificação facultativa, condicionada por registo junto da CMVM (110.º-A).

A categorização binária — investidores institucionais e não institucionais — é somente alterada no momento da transposição da DMIF e da Diretiva 2006/73/CE, a expensas do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro. Consequentemente, é perfilhada uma classificação tripartida: “*contraparte elegível*”, “*investidor qualificado*” e “*investidor não qualificado*”.

### 2.2.1. Contrapartes Elegíveis / Investidores Qualificados

As contrapartes elegíveis correspondem às entidades que gozam do menor nível de proteção e o seu estatuto emerge expressamente da lei mobiliária (n.º 1 do artigo 30.º *ex vi* n.º 1 do artigo 317.º-D), a saber:

- a) Entidades conexas com o sistema financeiro: instituições de crédito; empresas de investimento; empresas de seguros; instituições de investimento coletivo e suas sociedades gestoras; fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras; outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas; entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias;
- b) Governos de âmbito nacional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida pública, instituições supranacionais ou internacionais.

O intermediário financeiro pode ainda tratar como contraparte elegível as pessoas coletivas cuja dimensão, de acordo com as últimas contas individuais, satisfaçam, pelo menos, dois dos seguintes requisitos:

- i) Capital próprio: € 2.000.000,00;
- ii) Ativo total: € 20.000.000,00
- iii) Volume de negócios líquido: € 40.000.000,00.

Todavia, para que seja reconhecido o estatuto de contraparte elegível, importa que esse estatuto tenha sido expressamente aceite, por escrito, em relação a um tipo de operação ou a operações específicas. Na eventualidade da sede da pessoa coletiva se situar noutro Estado, o reconhecimento depende, outrossim, da consagração desse estatuto no respetivo ordenamento jurídico (n.º 4 e 5 do artigo 317.º-D).

No desenrolar da relação com uma contraparte elegível, o intermediário financeiro não está adstrito ao cumprimento dos deveres previstos no n.º 6 do artigo 317.º-D, quando estiver em causa o serviço de receção e transmissão ou execução de ordens por conta de outrem ou negociação por conta própria, ou ainda serviços auxiliares com aqueles relacionados (n.º 6 do artigo 317.º-D).

No âmbito dos mencionados serviços e/ou atividades, o intermediário financeiro está dispensado de cumprir, a saber:

- a) Os deveres de informação referidos nos artigos 312.º a 312.º-G;
- b) O dever de divulgação de receção ou oferta benefícios ilegítimos (artigo 313.º);
- c) O dever de avaliação do carácter adequado da operação (314.º a 314.º-D);
- d) Os deveres relativos aos contratos de intermediação e de informação periódica (321.º a 323.º-C);
- e) Os deveres referentes ao processamento das ordens das contrapartes elegíveis.

De qualquer forma, o estatuto de contraparte elegível pode ser afastado, mediante acordo escrito entre o intermediário financeiro e a contraparte elegível, em relação a qualquer tipo específico de operação ou a conjuntos de operações específicas. Deste modo e como anteriormente defendido pelo FESCO<sup>47</sup>, a contraparte elegível pode vir a ser tratada como investidor qualificado ou, até, como investidor não qualificado (n.º 2 e 3 do artigo 317.º-D). Note-se, porém, que se o intermediário financeiro recusar o pedido de maior proteção formulado pela contraparte elegível não deve, em respeito pelos ditames da boa fé e tendo presente os princípios da lealdade e

---

<sup>47</sup> Cf. FESCO (00-FESCO-A).

transparência que estão subjacentes à sua atividade, continuar a prestar serviços de investimento ao interessado (n.º 2 do artigo 304.º)<sup>48</sup>.

Relativamente aos investidores qualificados e segundo o disposto no prómio do Anexo II da DMIF, presume-se que “*dispõem da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem.*” Ainda que a presunção seja controvertida na doutrina norte-americana<sup>49</sup>, no contexto comunitário é atribuído ao investidor qualificado o ónus da determinação da adequação de um dado produto ou serviço, ao seu perfil<sup>50</sup>.

Para além das entidades já mencionadas aquando da identificação das contrapartes elegíveis, integram a categoria dos investidores qualificados as seguintes entidades, a saber (n.º 1 do artigo 30.º):

- a) Governos de âmbito regional;
- b) As pessoas que prestem serviços ou exerçam atividades de investimento, que consistam exclusivamente na negociação por conta própria nos mercados a prazo ou a contado, neste caso com a única finalidade de cobrir posições nos mercados de derivados, ou na negociação ou participação na formação de preços por conta de outros membros dos referidos mercados, e que sejam garantidas por um membro compensador que nos mesmos atue, quando a responsabilidade pela execução dos contratos celebrados for assumida por um desses membros;
- c) As pessoas que tenham solicitado esse tratamento, nos termos do artigo 317.º-B (investidores qualificados a pedido);
- d) Outras entidades dotadas de uma especial competência e experiência relativas a instrumentos financeiros, classificadas enquanto por regulamento da CMVM.

---

<sup>48</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira*, op. cit., p. 103.

<sup>49</sup> Cf. NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations*, op. cit., p. 1514.

<sup>50</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 30.

Sem prejuízo da qualificação atribuída, o investidor qualificado pode requerer um reforço da proteção que lhe é atribuído e ser tratado como investidor não qualificado para determinadas, ou todas, as transações.

Cumpra ainda referir que o intermediário financeiro deve informar o cliente sobre a classificação que lhe foi atribuída, o direito de optar por classificação diversa e as consequências dessa opção no grau de proteção que lhe é conferido (alínea b) do n.º 1 do artigo 312.º).

### 2.2.2. Investidores Não Qualificados

Sobeja a categoria residual dos investidores não qualificados que, ao não reunirem os requisitos das demais categorias elencadas, gozam de uma proteção mais intensa.

Presumindo-se que as contrapartes elegíveis e os investidores qualificados sabem qual a informação que devem solicitar ao intermediário financeiro, tendo em vista a tomada de decisões de investimento informadas, tal não sucede com os investidores não qualificados. Em acréscimo, a diversificação dos investimentos das contrapartes elegíveis e investidores qualificados permitem que, fracassando um investimento, no cômputo geral, essa circunstância não é, em regra, fatal, o que não acontece com os investidores não qualificados, posto que, por norma, não têm disponibilidades para a diversificação dos seus investimentos<sup>51</sup>.

Neste sentido, compreende-se as exigências informativas e procedimentais no que respeita ao relacionamento com investidores não qualificados.

Também aqui se preservam as exigências relativas à admissibilidade do investidor não qualificado solicitar tratamento diferenciado, como ocorre com os demais (alínea b) do n.º 1 do artigo 312.º). Consequentemente, poderá solicitar o estatuto de

---

<sup>51</sup> Cf. JERRY W. MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor*, op. cit., p. 358; Segundo RICHARD A. BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification*, op. cit., p. 1605, “by investing in a diversified portfolio, an investor can eliminate as much as ninety percent of the risk that goes with investing in an individual stock without any sacrifice of expected return”, acabando por referir que “it is easy for a small investor to achieve diversification by investing in a mutual fund. Thus, there is no excuse for an investor to be undiversified”.

investidor qualificado, devendo, contudo, precisar, de forma clara, os serviços, os instrumentos e as operações em que pretende usufruir desse estatuto. A vontade deve ser formalizada mediante a celebração de acordo escrito, junto do intermediário financeiro, que pode ser denunciado, pelo cliente, a todo o tempo (artigo 317.º-A)<sup>52</sup>.

Como realçado, um cliente que não seja categorizado como investidor qualificado poderá solicitar o reconhecimento desse estatuto, *inter alia*, com o intuito de ver, por esta via, reduzidos os encargos associados à prestação do serviço pelo intermediário financeiro<sup>53</sup>.

No entanto, estando implícita a renúncia às normas de proteção, o procedimento encontra-se regulado em detalhe no CVM, compreendendo as seguintes etapas, a saber (n.º 5 do artigo 317.º-B):

1. O investidor solicita, por escrito, o tratamento como investidor qualificado, precisando os serviços, instrumentos e operações em que deseja tal tratamento;
2. O intermediário financeiro procede à avaliação dos conhecimentos e experiência do cliente, pela qual se garanta que tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento e que compreende os riscos inerentes. Para efeitos da avaliação, deve ser ponderada a natureza dos serviços, instrumentos financeiros e operações a contratar (n.º 2 do artigo 317.º-B);
3. Para além da avaliação mencionada no número antecedente, o investidor terá de respeitar, pelo menos, dois dos seguintes pressupostos, a saber (n.º 3 do artigo 317.º-B):
  - a) Efetuou operações com um volume significativo no mercado relevante, com uma frequência média de 10 operações por trimestre, nos últimos 4 trimestres;

---

<sup>52</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, op. cit., p. 305.

<sup>53</sup> Cf. DAVID SMITH / STEVE LEGGET, *Client Classification*, edited by CHRIS SKINNER, *The future of investing: in Europe's markets after MiFID*, (2007), 65-74, p. 71.

- b) Dispõe, não obrigatoriamente junto do intermediário financeiro que aprecia a solicitação<sup>54</sup>, de uma carteira de instrumentos financeiros, incluindo depósitos em numerário, que ascenda a € 500.000,00 (sendo que as potenciais variações do valor da carteira, tendo em vista preservar o estatuto de investidor qualificado, só relevam se revestirem “estabilidade temporal”<sup>55</sup>);
  - c) Presta, ou prestou, funções no setor financeiro, durante, pelo menos, um ano, em cargo que exija conhecimento dos serviços ou operações em causa.
4. Posto isto, o intermediário financeiro tem de informar o investidor, por escrito, do deferimento do pedido e das respetivas consequências, explicitando que tal opção comporta a redução da proteção que lhe é conferida;
  5. Recebida tal informação, o investidor tem de declarar, por escrito, em documento autónomo, que está ciente das consequências da sua opção.

Note-se, porém, que estando em causa uma conta coletiva de valores mobiliários os requisitos não podem ser avaliados tendo por referência a conta, mas antes cada um dos seus cotitulares<sup>56</sup>.

Na relação subsequente entre o intermediário financeiro e o investidor qualificado a pedido, existem deveres recíprocos (artigo 317.º-C). Da banda do investidor, compete-lhe manter o intermediário financeiro informado sobre qualquer alteração suscetível de afetar os pressupostos que conduziram à sua qualificação. Quanto ao intermediário financeiro e se tiver conhecimento que o cliente deixou de satisfazer os critérios previstos no artigo 317.º-B, deve informá-lo que, não comprovando a manutenção dos requisitos, dentro do prazo determinado, é tratado como investidor não qualificado.

---

<sup>54</sup> Cf. CMVM, *Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Respostas às perguntas mais frequentes*, em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 29 de outubro de 2015), resposta à pergunta 14.

<sup>55</sup> Cf. *Ibid.*, resposta à pergunta 16.

<sup>56</sup> Cf. *Ibid.*, resposta à pergunta 47.

### 3. O DEVER DE ADEQUAÇÃO

O dever de adequação surge no quarto quartel do século XX como um padrão ético formulado pela *National Association Of Securities Dealers (NASD)*<sup>57</sup> — *NASD Rule 2310*<sup>58-59</sup> — posteriormente desenvolvido pela *Financial Industry Regulatory Authority*<sup>60</sup>, traduzindo-se na proibição imposta ao intermediário financeiro de recomendar um instrumento financeiro ao cliente, salvo se o considerar apropriado a esse cliente<sup>61</sup>. A *suitability rule*<sup>62</sup> que dali emerge é entendida como uma das

---

<sup>57</sup> Cf. KATHY CONNELLY, *The Suitability Rule: Should a Private Right of Action Exist?*, in *St. John's Law Review*, Volume 55, (2012), 493-519, p. 494; FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims*, *op. cit.*, p. 543.

<sup>58</sup> Que preconizava: “(a) *In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs.* (b) *Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning: (1) the customer's financial status; (2) the customer's tax status; (3) the customer's investment objectives; and (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to the customer.* (c) *For purposes of this Rule, the term "non-institutional customer" shall mean a customer that does not qualify as an "institutional account" under Rule 3110(c)(4)*”. Sobre os demais materiais interpretativos, vide <http://finra.complinet.com>.

<sup>59</sup> Que entretanto deu lugar à FINRA Rule 2111, nos seguintes termos: “(a) *A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.* (b) *A member or associated person fulfills the customer-specific suitability obligation for an institutional account, as defined in Rule 4512(c), if (1) the member or associated person has a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies involving a security or securities and (2) the institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations. Where an institutional customer has delegated decisionmaking authority to an agent, such as an investment adviser or a bank trust department, these factors shall be applied to the agent.*” Sobre os demais materiais interpretativos, vide <http://finra.complinet.com>.

<sup>60</sup> Cf. A propósito, LAURENCE A. STECKMAN / ROBERT E. CONNER, *The Unsuitability*, *op. cit.*, p. 123.

<sup>61</sup> Cf. FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims*, *op. cit.*, p. 547, referindo que “*suitability refers to the obligation of a full service broker to recommend to a customer only securities that match the customer's financial needs and goals. This obligation has two dimensions, customer-specific or know your customer suitability, which focuses on the financial objectives, needs, and other circumstances of the particular customer; and reasonable basis or know your security suitability, which focuses on the characteristics of the recommended security*”.

<sup>62</sup> Cf. RICHARD A. BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk*, in *The Business Lawyer*, Volume 54, (1999), 1599-1627, p. 1599, notando que a *suitability rule* é “*one of the most ill-defined concepts in all of securities law*”.

principais componentes da negociação justa e profissional, que deve pautar a relação entre o intermediário financeiro e o cliente<sup>63</sup>. Quando concebida, a *suitability rule* destinava-se a mitigar as técnicas de comercialização agressiva de instrumentos financeiros<sup>64</sup>, sendo que, até à década de oitenta do século XX, era aplicada, praticamente em exclusivo, em relação a investidores individuais<sup>65</sup>.

Caso o intermediário financeiro infringisse este padrão ético, a sua conduta seria passível de ser disciplinada pela NASD, ainda que não estivesse sujeita a sanções jurídicas<sup>66</sup>. Aliás, até um certo período, uma das principais objeções relativamente à publicação de orientações a propósito da NASD *Rule 2310* tinha que ver com o receio que um padrão ético se transformasse numa norma jurídica, cuja violação seria suscetível de acarretar responsabilidade jurídica para o intermediário financeiro<sup>67</sup>.

No campo do Direito comunitário, o artigo 11.º da DSI dava conta da necessidade do intermediário financeiro obter informações sobre a situação financeira dos seus clientes, a sua experiência em matéria de investimentos e os objetivos em relação ao serviço pedido. Porém, considerando que a DSI limitava-se a identificar um conjunto de cláusulas gerais<sup>68</sup> e que redundavam numa regulamentação fragmentada<sup>69</sup>, à qual se apontavam bastantes fragilidades<sup>70</sup>, o culminar da receção do dever de adequação no ordenamento jurídico comunitário e nacional sucede com a DMIF.

### 3.1. Considerando a Atividade/Serviço de Intermediação Financeira

---

<sup>63</sup> Cf. NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations*, *op. cit.*, p. 1529.

<sup>64</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, *op. cit.*, p. 307.

<sup>65</sup> Cf. NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations*, *op. cit.*, p. 1496.

<sup>66</sup> Cf. *Ibid.*, p. 1495.

<sup>67</sup> Cf. ROBERT H. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers*, *op. cit.*, p. 463.

<sup>68</sup> Cf. CATARINA TRIGACHEIRO, *Breve Análise das Orientações Internacionais Relativas à Proteção dos Investidores*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, (2004), 7-21, p. 8.

<sup>69</sup> Cf. PAOLO FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, (2007), em <http://www.ilcaso.it> (consultado em 29 de setembro de 2015), p. 31.

<sup>70</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações*, em *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, (2004), 81-91, p. 81.

### 3.1.1. *Appropriateness vs Suitability*

Considerando o disposto no n.º 4 do artigo 19.º da DMIF, “*ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento deve obter as informações necessárias relativas aos conhecimentos e experiência do cliente ou cliente potencial em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço em questão, bem como as relativas à sua situação financeira e aos seus objectivos de investimento, de modo a permitir à empresa recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados.*” Não obstante, ao prestar outros serviços de investimento que não os de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, o intermediário financeiro deve solicitar ao cliente “*informações sobre os seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado, de modo a permitir à empresa determinar se o produto ou o serviço de investimento considerado lhe é mais adequado*” (n.º 5 do artigo 19.º da DMIF).

Nesta senda, temos dois regimes: por um lado, o intermediário financeiro tem de aferir, relativamente ao cliente, os *conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado — appropriateness regime* — enquanto, por outro, soma-se a obtenção de informações sobre a *situação financeira e aos seus objectivos de investimento, de modo a permitir à empresa recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados — suitability regime*.

No fundo, estes regimes representam a primeira aplicação tangível da obrigação geral imposta aos intermediários financeiros de atuar de forma honesta e diligente, de acordo com o melhor interesse dos seus clientes<sup>71</sup>.

A regulamentação das normas invocadas consta dos artigos 35.º a 38.º da Diretiva 2006/73/CE, que promove — e contrariamente ao que sucedeu na transposição para

---

<sup>71</sup> Cf. ALESSANDRA CHIRICO, *Suitability and Appropriateness under MIFID: “Faithful watchdogs” or “terrible twins”?*, *European Capital Markets Institute Policy Brief* n.º 9, (2007), p. 3.

o CVM — a distinção entre a avaliação do caráter adequado e apropriado da operação (*suitability vs appropriateness*).

No ordenamento jurídico nacional, a apreciação do caráter adequado da operação é suscetível de configurar um desenvolvimento do princípio *know your customer*, posto que, previamente à transposição da DMIF, o CVM já aludia à necessidade do intermediário financeiro informar-se sobre a “*situação financeira dos clientes, a sua experiência em matéria de investimentos e os objetivos que prosseguem através dos serviços a prestar*”. Assim, o princípio *know your customer* conjugado com o facto da atividade do intermediário financeiro ter de ser orientada no sentido da proteção dos legítimos interesses dos seus cliente, bem como pelos ditames da boa fé, já determinavam que a prestação de serviços de investimento estava condicionada pela, a saber<sup>72</sup>:

- a) Recolha de informações sobre a situação financeira dos cliente, a sua experiência em matéria de investimentos e os objetivos que prossegue através dos serviços a prestar;
- b) Recomendação de produtos e/ou serviços condizentes com o teor da informação obtida;
- c) Não aceitação de ordens que fossem lesivas dos interesses do cliente.

Após a transposição da DMIF, o CVM aglutinou toda esta matéria em subsecção autónoma — “*apreciação do caráter adequado da operação*” —, que é condensada nos artigos 314.º a 314.º-D.

Nos termos do n.º 1 do artigo 314.º, “*o intermediário financeiro deve solicitar ao cliente informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo de instrumento financeiro ou ao serviço considerado, que lhe permita avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos.*” Todavia, estando em causa a aferição do caráter adequado da operação (*suitability*), o intermediário financeiro terá ainda de recolher informações relativas à situação financeira do cliente e aos objetivos de investimento

---

<sup>72</sup> Cf. FAZENDA MARTINS, *Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 331-349, p. 344 e 345.

(n.º 1 do artigo 314.º-A), para que possa considerar, tendo em conta a natureza e âmbito do serviço, que (n.º 2 do artigo 314.º-A)<sup>73</sup>:

- a) Corresponde aos objetivos de investimento do investidor a operação específica a recomendar ou a iniciar;
- b) O investidor pode suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento conexos, em coerência com os seus objetivos de investimento; e
- c) A natureza do investidor assegura que este dispõe da experiência e dos conhecimentos necessários para compreender os riscos envolvidos na operação ou na gestão da sua carteira.

As informações concernentes aos conhecimentos e à experiência do cliente devem incluir (n.º 1 do artigo 314.º-B):

- a) Os tipos de serviços, operações e instrumentos financeiros com que o cliente está familiarizado;
- b) A natureza, o volume e a frequência das operações do cliente em instrumentos financeiros e o período durante o qual foram realizadas;
- c) O nível de habilitações, a profissão ou a anterior profissão relevante do cliente.

Ademais, as informações relativas aos conhecimentos e à experiência devem ter em consideração a natureza do investidor, a natureza e o âmbito do serviço a prestar e o tipo de instrumento financeiro ou operações previstas, incluindo a complexidade e os riscos inerentes (n.º 2 do artigo 314.º-B). Na eventualidade do destinatário do serviço de investimento ser um investidor qualificado, o intermediário financeiro está instruído a presumir que, em relação aos instrumentos financeiros, operações e serviços para os quais é tratado com tal, esse investidor tem o nível de experiência e

---

<sup>73</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/850), *MiFID Supervisory Briefing: Suitability*, (2012), p. 3.

de conhecimentos que lhe permitem compreender os riscos envolvidos na operação (n.º 3 do artigo 314.º-B)<sup>74</sup>.

No que respeita à situação financeira do cliente, o intermediário financeiro deverá obter, sempre que se evidencie relevante, a fonte e o montante dos seus rendimentos regulares, os seus ativos, incluindo os ativos líquidos, os investimentos e os ativos imobiliários e os seus compromissos financeiros regulares (n.º 4 do artigo 314.º-B), bem como se recorreu, ou pretende recorrer, a empréstimos para materializar a transação<sup>75</sup>. Por outras palavras, o intermediário financeiro deve avaliar a capacidade do cliente para suportar, em termos de liquidez, as menos-valias no contexto dos investimentos realizados<sup>76</sup> ou, como se refere na doutrina norte-americana, a “*ability to bear losses*”<sup>77</sup>.

Tendo ainda por referência a situação financeira, merece ainda realce o facto de, na prestação do serviço de consultoria para investimento a um investidor qualificado, o intermediário financeiro poder presumir que aquele pode suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento conexos, em coerência com os seus objetivos de investimento (n.º 4 do artigo 314.º-A). Porém, o que precede não se aplica a clientes cujo tratamento como investidores qualificados resulte de um seu pedido (n.º 5 do artigo 314.º-A).

Relativamente às informações sobre os objetivos de investimento do investidor, o intermediário financeiro deverá obter, sempre que se evidencie relevante, o período durante o qual pretende deter o investimento, as suas preferências relativamente à assunção de risco, o seu perfil de risco e os seus objetivos de investimento (n.º 5 do artigo 314.º-B). Note-se, contudo, que o intermediário financeiro deve ter presente que um conjunto de transações tidas como adequadas quando analisadas de forma

---

<sup>74</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/850), p. 5.

<sup>75</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 28.

<sup>76</sup> Cf. GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, op. cit., p. 107.

<sup>77</sup> Cf. NIAMH MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª Edição, Oxford University Press, (2014), p. 806.

isolada, podem ser inadequadas quando apreciadas na globalidade, porquanto, *inter alia*, a frequência das transações não corresponde ao melhor interesse do cliente<sup>78</sup>.

A circunstância do intermediário financeiro estar adstrito a obter as informações *necessárias*, tal como mencionado no n.º 4 do artigo 19.º da DMIF, decorre do facto de variarem consoante as particularidades de cada caso<sup>79</sup>. Em síntese, pretende-se que o intermediário financeiro recolha todas as informações que considere pertinentes, de modo a ajuizar a adequação de um determinado produto ou serviço ao perfil do seu cliente.

O dever de obtenção de informação materializa-se ainda no facto do intermediário financeiro ter de conhecer, tal como expressamente referido no n.º 3 do artigo 19.º da DMIF e preconizado pelo FESCO<sup>80</sup>, o instrumento financeiro a propor ao cliente (*know your security*)<sup>81</sup>. Embora o CVM não faça alusão a este dever de forma expressa, este propósito é suscetível de ser extraído da interpretação enunciativa dos artigos 314.º e seguintes do CVM<sup>82</sup>, sendo que alguma doutrina classifica este dever como uma *know your security rule*<sup>83</sup>.

Quanto à idoneidade das informações obtidas pelo intermediário financeiro, este está habilitado a basear-se na informação prestada pelo investidor, exceto caso tenha conhecimento ou estiver em condições de saber que a informação está desatualizada, inexata ou incompleta (n.º 2 do artigo 314.º-C).

Ademais, o intermediário financeiro não pode incentivar o cliente a não prestar as informações (n.º 1 do artigo 314.º-C). Aliás, os intermediários financeiros devem realçar, junto dos clientes, a importância de reunir informações completas e precisas e que permitam àqueles compreender o propósito dos requisitos definidos. Neste

---

<sup>78</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 29.

<sup>79</sup> Cf. CESR (CESR/04-562), *CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, (2004), p. 40.

<sup>80</sup> Cf. FESCO (FESCO/00-124-b), p. 15.

<sup>81</sup> Cf. FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims*, *op. cit.*, p. 547.

<sup>82</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, *op. cit.*, p. 312.

<sup>83</sup> Cf. ALESSIO M. PACCES, *Financial intermediation in the securities markets law and economics of conduct of business regulation*, in *International Review of Law and Economics*, n.º 20, (2000), 479–510, p. 488; JOHN M. SALMANOWITZ, *Broker Investment Recommendations and the Efficient Capital Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend*, in *Stanford Law Review*, Volume 29, n.º 5, (1977), 1077–1114, p. 1085.

sentido, pretende-se incentivar os clientes a fornecer informações suficientes e precisas, tendo em vista possibilitar que o intermediário financeiro recomende os produtos ou serviços mais adequados ao perfil do investidor<sup>84</sup>.

Se o intermediário financeiro tiver de transmitir instruções a um congénere, deve assegurar a suficiência e veracidade da informação transmitida sobre o investidor e a adequação das recomendações e/ou conselhos relativos ao serviço ou operação que tenham sido por si prestados ao cliente (n.º 3 e 4 do artigo 314.º-C).

Ainda que direcionadas para a prestação dos serviços de gestão de carteiras ou de consultoria para investimento, a ESMA tem vindo a preconizar que o intermediário financeiro deverá tomar as medidas razoáveis para verificar a fiabilidade das informações recolhidas sobre os seus clientes, o que, a nosso ver, consubstancia um dever de diligência reforçado<sup>85</sup>.

Atendendo a que a DMIF e o CVM não prescrevem qual o momento em que o *appropriateness test* ou o *suitability test* devem ser realizados, cabe ao intermediário financeiro determinar em que momento do processo aqueles devem ser realizados, sendo certo que terá de ser sempre em momento anterior à execução da transação<sup>86</sup>.

As diferenças entre o *appropriateness regime* e o *suitability regime* não se quedam pela matriz da informação que deve ser obtida pelo intermediário financeiro, posto que as consequências da falta de informação necessária, tendo em vista a determinação da adequação, são distintas consoante o regime que está em causa.

Estando em causa o *appropriateness regime*, se o intermediário financeiro considerar que, com base na informação obtida, a operação considerada não é adequada àquele cliente, deve adverti-lo, por escrito, para esse facto (n.º 2 do artigo 314.º). No caso do cliente se recusar a fornecer as informações solicitadas ou não fornecer aquela que é entendida como suficiente, o intermediário financeiro deverá adverti-lo, por

---

<sup>84</sup> Segundo JERRY W. MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor*, op. cit., p. 371, a imposição de efetuar um juízo de adequação quando estão em causa investidores institucionais seria desnecessária, posto que estes investidores conseguem tomar conta dos seus próprios interesses.

<sup>85</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/387), *Orientações relativas a determinados aspetos dos requisitos da DMIF em matéria de adequação*, (2012), p. 10.

<sup>86</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/851), p. 6.

escrito, para o facto de que essa decisão não lhe permite determinar a adequação da operação considerada às suas circunstâncias (n.º 3 do artigo 314.º). As aludidas advertências podem ser efetuadas de forma padronizada (n.º 4 do artigo 314.º).

Ao invés, estando em causa o *suitability regime* — gestão de carteiras ou consultoria para investimento — e na eventualidade do intermediário financeiro não obter toda a informação necessária para a operação em causa, *não a pode recomendar ao cliente* (n.º 3 do artigo 314.º-A), naquela que, para alguns, é tida como uma abordagem paternalista<sup>87</sup>.

O termo *recomendação* está pensado para a prestação do serviço de consultoria para investimento, visto que, na gestão de carteiras, em rigor, não existe uma *recomendação* do intermediário financeiro, mas antes uma gestão orientada atendendo ao perfil do investidor, tendo em vista a valorização da carteira<sup>88</sup>. A nosso ver, consideramos, em linha com as orientações do *Committee of European Securities Regulators* (CESR), que o termo *recomendação*<sup>89</sup> é aplicável à prestação do serviço de gestão de carteiras<sup>90</sup>.

Por conseguinte, o *appropriateness test* nunca inviabiliza o investidor de prosseguir com a transação, desde que sejam efetuadas as advertências referenciadas, enquanto

---

<sup>87</sup> Cf. NIAMH MOLONEY, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, (2010), p. 238; JERRY W. MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor*, op. cit., p. 369.

<sup>88</sup> Cf. RUI PINTO DUARTE, *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 352-373, p. 367; MARIA VAZ DE MASCARENHAS, *O contrato de gestão de carteiras: Natureza, conteúdo e deveres. Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13, (2002), 109-128, p. 119; LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *O Contrato de Gestão de Carteiras*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - Ensaios de Homenagem a Amadeu de Ferreira*, n.º 50, Volume I, (2015), 109-121, p. 113; PEDRO BOULLOSA GONZALEZ, *Gestão de Carteiras - Deveres de Informação: Anotação à Sentença da 5.ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3.ª Secção, Processo n.º 2261/05.0TVPR*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, (2008), 147-166, p. 159.

<sup>89</sup> Cf. A propósito da “recomendação” para efeitos da *Financial Industry Regulatory Authority Conduct Rule 2310*, vide LAURENCE A. STECKMAN / ROBERT E. CONNER, *The Unsuitability*, op. cit., p. 124.

<sup>90</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 26, preconizando que *the term “recommendation” in the level 1 text should be interpreted according to the aim of Article 19(4), which is to provide for a suitability-test for client transactions entered into by a portfolio manager as well as for recommendations made by an investment adviser or portfolio manager*. No mesmo sentido, vide ROB PRICE, *Conduct of Business Standards - Fair Dealing for Clients*, edited by MATTHEW ELDERFIELD, *A Practitioner's Guide to MiFID: The Markets in Financial Instruments Directive*, Sweet & Maxwell Ltd, (2007), chapter 4, p. 161; PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, op. cit., p. 316.

um resultado desconforme no *suitability test* constitui um obstáculo para o investidor que pretende um serviço ali enquadrado<sup>91</sup>.

Merece ainda destaque a possibilidade alvitrada pelo CESR, preconizando que, em casos excepcionais, o intermediário financeiro pode prestar o serviço de consultoria para investimento ou gestão de carteiras, mesmo que o investidor não forneça toda a informação solicitada ou a informação conhecida não seja suficiente para efetuar o juízo de adequação. Para tal, devem estar reunidos os seguintes requisitos, a saber<sup>92</sup>:

- a) O intermediário financeiro assume que o investidor não tem os conhecimentos e a experiência que permitem compreender os riscos envolvidos na operação ou na gestão da sua carteira;
- b) Que os ativos financeiros fornecidos pelo investidor são os que correspondem à sua situação financeira;
- c) Os instrumentos financeiros considerados comportam baixos padrões de risco;
- d) O investidor seja notificado que o serviço será prestado com base na mencionada presunção.

A mencionada solução não encontrou conforto nas disposições normativas sobre a matéria — por uma banda, o risco correria por conta do intermediário financeiro e, por outra, seria difícil recomendar produtos equitativos<sup>93</sup> —, sendo que o CESR não refere como o intermediário financeiro determinaria os objetivos de investimento do investidor. Da nossa perspectiva, se o intermediário financeiro estiver habilitado, com fundamento no processo *know your customer*, a atestar que o serviço considerado e os instrumentos abrangidos correspondem aos objetivos de investimento do cliente, não vemos qualquer óbice à implementação da referida solução, visto que parte de premissas restritivas e que preservam a proteção dos investidores.

---

<sup>91</sup> Cf. ALESSANDRA CHIRICO, *Suitability and Appropriateness under MIFID*, *op. cit.*, p. 7.

<sup>92</sup> Cf. CESR (CESR/04-562), p. 41.

<sup>93</sup> Cf. CESR (CESR/05-291b), *CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on mandates of the first set where the deadline was extended and the second set of mandates: Markets in Financial Instruments Directive*, (2005), p. 23.

### 3.1.2. Receção e Transmissão ou Execução de Ordens

O dever de avaliação do carácter adequado da operação comporta uma importante exceção. Com efeito, em conformidade com o disposto no n.º 1 do artigo 314.º-D, na prestação exclusiva dos serviços de receção e transmissão ou execução de ordens do investidor, ainda que acompanhada pela prestação de serviços auxiliares, o intermediário financeiro está dispensado de proceder àquele juízo, quando estiverem reunidos determinados pressupostos, a saber:

- a) O objeto da operação consista em ações admitidas à negociação num mercado regulamentado ou em mercado equivalente, obrigações, excluindo as que incorporam derivados, unidades de participação em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados, instrumentos do mercado monetário e outros instrumentos financeiros não complexos;
- b) O serviço seja prestado por iniciativa do cliente;
- c) O cliente tenha sido advertido, por escrito, ainda que de forma padronizada, de que, na prestação deste serviço, o intermediário financeiro não está obrigado a determinar a adequação da operação considerada às circunstâncias do cliente; e
- d) O intermediário financeiro cumpra os deveres relativos a conflitos de interesses, previstos no CVM.

Os pressupostos para efeitos de derrogação do dever de adequação no âmbito da receção e transmissão ou execução de ordens visam aumentar a proteção dos investidores relativamente a serviços não aconselhados<sup>94</sup>. Para outros, comporta também a vantagem de permitir que os investidores usufruam de serviços mais rápidos e economicamente mais atrativos<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/851), *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only*, (2012), p. 3.

<sup>95</sup> Cf. ALESSANDRA CHIRICO, *Suitability and Appropriateness under MIFID*, *op. cit.*, p. 5.

Sem prejuízo do que adiante se referirá em relação aos instrumentos financeiros complexos, o conceito de instrumento financeiro não complexo para este efeito, deve ser suficientemente flexível, com o objetivo de acompanhar a evolução dos mercados e comportar novos instrumentos financeiros não complexos<sup>96</sup>. Considerando o que precede, optou-se por não elaborar um cardápio de instrumentos financeiros que admitem o regime de execução estrita.

Relativamente ao requisito de que o *“serviço seja prestado por iniciativa do cliente”*<sup>97</sup>, o CVM não ostenta qualquer orientação em relação ao que consiste e, nesse sentido, consideramos, tal como o CESR<sup>98</sup> e, posteriormente, a ESMA<sup>99</sup>, que é aplicável o disposto no considerando 30 da DMIF, que preconiza que *“um serviço será considerado como prestado por iniciativa de um cliente, a menos que o cliente o solicite em resposta a uma comunicação personalizada enviada pela empresa ou em nome desta, a esse cliente específico, que contenha uma proposta ou se destine a influenciar o cliente relativamente a um instrumento financeiro específico ou a uma transação específica. Um serviço pode ser considerado como prestado por iniciativa de um cliente, não obstante o facto de esse cliente o ter solicitado com base numa comunicação que contenha uma promoção ou oferta de instrumentos financeiros, qualquer que seja a forma por que for feita, se, pela sua própria natureza, essa comunicação for geral e dirigida ao público ou a um grupo ou categoria mais vasto de clientes ou potenciais clientes”*.

Uma última nota a propósito do serviço de receção e transmissão ou execução de ordens. Sendo certo que o intermediário financeiro não está adstrito a determinar a adequação da operação considerada às circunstâncias do cliente, a declaração que publicita esse facto não é acompanhada, diversamente do que se dispõe no n.º 6 do

---

<sup>96</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 33.

<sup>97</sup> A análise das reclamações rececionadas pela CMVM, ao longo de 2014, permitiram concluir que os intermediários financeiros tendem a qualificar as subscrições de aplicações financeiras como mero serviço de receção de ordens mesmo em situações em que não fica demonstrada a iniciativa do cliente, posto que assim se desobrigam de avaliar a adequação da operação ao perfil do investidor. Cf. CMVM, *Relatório anual sobre a atividade da CMVM*, op. cit., p. 282.

<sup>98</sup> Cf. CESR (CESR/05-290b), p. 34.

<sup>99</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/851), p. 4.

artigo 19.º da DMIF, pela referência de que o investidor “*não beneficia da proteção correspondente das normas de conduta relevantes*”<sup>100</sup>.

### **3.2. Considerando o Instrumento Financeiro**

#### **3.2.1. Instrumentos Financeiros Complexos**

Embora de forma genérica, os instrumentos financeiros podem ser definidos como um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogéneos suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, cuja finalidade primordial é o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas<sup>101</sup>.

Tal como oportunamente referido, são considerados instrumentos financeiros não complexos as ações admitidas à negociação num mercado regulamentado ou em mercado equivalente, obrigações, excluindo as que incorporam derivados, unidades de participação em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados e instrumentos do mercado monetário (alínea a) do n.º 1 do artigo 314.º-D). Em acréscimo, refere-se no n.º 2 do artigo 314.º-D que um instrumento financeiro é não complexo desde que:

---

<sup>100</sup> Cf. *Ibid.*, p. 4.

<sup>101</sup> Cf. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, 2.ª Edição, Almedina, (2014); PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 210. Analisando os conceitos de valor mobiliário, de instrumento do mercado monetário e de instrumento financeiro e concluindo que são, materialmente, semelhantes, RENATO GONÇALVES, *Nótulas Comparatísticas sobre os Conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 19, (2004), 94-103.

- a) Não esteja abrangido nas alíneas c), e), f) e g) do artigo 1.º e nas alíneas c) a f) do n.º 1 do artigo 2.º do CVM<sup>102</sup>;
- b) Se verifiquem frequentes oportunidades para o alienar, resgatar ou realizar a preços que sejam públicos e que se encontrem à disposição dos participantes no mercado, correspondendo a preços de mercado ou a preços disponibilizados por sistemas de avaliação independentes do emitente;
- c) Não implique a assunção de responsabilidades pelo cliente que excedam o custo de aquisição do instrumento financeiro; e
- d) Esteja disponível publicamente informação adequada sobre as suas características, que permita a um investidor não qualificado médio avaliar, de forma informada, a oportunidade de realizar uma operação sobre esse instrumento financeiro.

Consequentemente, todos os demais instrumentos são considerados complexos.

Embora estejamos perante uma lista que descende do exposto no n.º 6 do artigo 19.º da DMIF, a opção legislativa não é imune a críticas, porquanto constata-se que é suscetível de gerar incoerências<sup>103</sup>. Com efeito, o investimento em ações é tido como

---

<sup>102</sup> A versão primitiva do n.º 1 do artigo 1.º do CVM fazia alusão ao princípio da tipicidade legal dos valores mobiliários. Todavia, para além da tipicidade legal, havia ainda a tipicidade administrativa dos valores mobiliários, porquanto, por regulamento da CMVM ou Aviso do Banco de Portugal (tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária), eram suscetíveis de ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas que visassem, direta ou indiretamente, o financiamento de entidades públicas ou privadas e que fossem emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurassem os interesses dos potenciais adquirentes (n.º 2). Por conseguinte, a criação de valores mobiliários não era discricionária, mas vinculada às orientações contidas na mensagem legislativa. Porém, o *numerus clausus* foi substituído com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 66/2004, de 24 de março, dando-se primazia ao dinamismo e à criatividade dos intervenientes no mercado na emissão de possíveis novos tipos de valores mobiliários, sem prejuízo da supervisão da CMVM nas emissões de valores mobiliários para distribuição junto do público (artigo 114.º do CVM). Adotou-se, portanto, o princípio de atipicidade dos valores mobiliários — *numerus apertus* —, cuja criação deixa de estar subordinada à prévia iniciativa legislativa ou regulamentar, embora tenham que reunir as qualidades identificadas na alínea g) do artigo 1.º do CVM (“*Outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado*”). Não obstante, o risco do regime vigente é incrementar as emissões inadvertidas através de ofertas públicas sem registo prévio, o que consubstancia um desafio acrescido para a supervisão. Sobre o tema, *vide*, designadamente, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Titularização de Créditos — Securitization*, 3.ª Edição, Almedina, (2013), p. 115; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *op. cit.*, p. 129; JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, *op. cit.*, p. 60.

<sup>103</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, *op. cit.*, p. 322.

um instrumento financeiro não complexo, enquanto o exercício dos direitos que lhes estão inerentes gozam<sup>104</sup>, pelo contrário, da qualificação de instrumentos financeiros complexos.

Impondo-se a avaliação do caráter adequado da operação e estando em análise um instrumento financeiro complexo, o intermediário financeiro deverá proceder a uma hierarquização dos instrumentos financeiros em função de critérios assentes no risco e complexidade<sup>105</sup>. Seguidamente, o intermediário financeiro deve avaliar se o cliente tem a experiência e os conhecimentos necessários para compreender os riscos que o instrumento financeiro considerado comporta.

Neste ponto, afigura-se desejável trazer à colação o conceito de produto financeiro complexo. Atento o teor no n.º 1 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 221-A/2008, de 3 de novembro, os produtos financeiros complexos configuram “*instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento financeiro já existente, têm características que não são diretamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rentabilidade*”.

Pelo exposto, a categoria de produtos financeiros complexos abrange, não só os instrumentos financeiros complexos mencionados no CVM, mas igualmente outros produtos financeiros estruturados como, designadamente, os instrumentos de captação de aforro estruturados (ICAE), tal como previsto no n.º 6 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 221-A/2008, de 3 de novembro. Voltaremos ao tema no tópico subsequente.

---

<sup>104</sup> Sobre o conceito de direitos inerentes, *vide*, designadamente, ANTÓNIO SOARES, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, (1999), 133-166, p. 139.

<sup>105</sup> Cf. ESMA (ESMA/2014/146), *Opinion: MiFID practices for firms selling complex products*, (2014), p. 3.

Posteriormente, através do Aviso n.º 5/2009, o Banco de Portugal veio categorizar os depósitos indexados e depósitos duais como produtos financeiros complexos<sup>106</sup>. A este respeito, é indispensável determinar, em primeiro lugar, se estamos na presença de típicos contratos de depósito<sup>107</sup>, porquanto, confirmando-se, não estamos perante instrumentos financeiros na aceção da DMIF. Note-se, contudo, que, caso ocorra a comercialização conjunta de contratos de depósito com instrumentos financeiros autónomos ou se afigure possível a perda de capital investido, então, nesse quadro, haverá lugar à apreciação do carácter adequado da operação, posto que estaremos em face de instrumentos financeiros para efeitos da DMIF.

### 3.2.2. Extensão a Outros Produtos Financeiros

Conforme destacado, a DMIF define quais os instrumentos financeiros abrangidos pelas suas regras. Porém, no âmbito do ordenamento jurídico nacional, procedeu-se à extensão do dever de adequação a outros produtos financeiros cujas características são indutoras de risco e cuja rendibilidade está condicionada pela evolução de um ou mais ativos subjacentes — que concorrem com os tradicionais produtos de poupança disponíveis no mercado<sup>108</sup> —, tendo em vista acautelar processos decisórios robustos

---

<sup>106</sup> Para efeitos do Aviso n.º 5/2009 (n.º 2 do artigo 1.º), entende-se por depósitos indexados “os depósitos bancários cujas características diferem de um depósito tradicional por a sua rendibilidade estar associada, total ou parcialmente, à evolução de outros instrumentos ou variáveis financeiras ou económicas relevantes, designadamente, ações ou um cabaz de ações, um índice ou um cabaz de índices acionistas, um índice ou um cabaz de índices de mercadorias”. Entende-se por depósitos duais “os produtos financeiros resultantes da comercialização combinada de dois ou mais depósitos bancários”.

<sup>107</sup> Em conformidade com o Entendimento conjunto do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários quanto à delimitação de competências respeitante a produtos financeiros complexos, (2009), em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 07 de abril de 2015), a terminologia “depósito” não pode ser utilizada quando o depósito compreende a) a exposição direta a um instrumento financeiro, através da comercialização, subscrição ou aquisição de um ou mais instrumentos financeiros, simples ou complexos; b) a exposição indireta aos riscos e benefícios destes instrumentos, através da entrega de fundos reembolsáveis a uma instituição de crédito, cuja rendibilidade seja indexada a índices de cotações ou a quaisquer instrumentos financeiros, sem garantia integral de capital; c) a exposição direta ou indireta a um ou mais instrumentos financeiros através da comercialização conjunta de mais do que um produto financeiro, mesmo que um deles seja um depósito.

<sup>108</sup> Cf. CMVM, *Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua Avaliação*, Estudos CMVM n.º 1/2010, (2010), em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 15 de janeiro de 2016), p. 3.

e prevenir as assimetrias informativas<sup>109</sup>. Por conseguinte, estamos perante produtos financeiros exóticos.

De acordo com o previsto no n.º 1 do artigo 28.º do Regulamento n.º 2/2012 da CMVM<sup>110</sup>, as entidades comercializadoras têm de solicitar “*ao investidor a informação necessária para avaliar a adequação do PFC [produto financeiro complexo] às circunstâncias pessoais daquele, nomeadamente ao seu perfil de risco, em conformidade com o disposto no Código dos Valores Mobiliários, incluindo, no mínimo, informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento.*” Caímos, portanto, no domínio da avaliação do carácter adequado da operação, a que se reporta o artigo 314.º.

O regime prescrito no n.º 2 do artigo 28.º do Regulamento n.º 2/2012 densifica, por contraposição com o teor do n.º 2 e 3 do artigo 314.º, as advertências a efetuar pelo intermediário financeiro, caso considere o produto financeiro complexo desadequado às circunstâncias pessoais do investidor. Com efeito, se, com base na informação recolhida, o intermediário financeiro julgar que a operação considerada não é adequada àquele cliente ou caso o cliente se recuse a fornecer as informações solicitadas pelo intermediário financeiro ou não forneça a informação suficiente, será exigida a assinatura do investidor em documento autónomo, que inclua a respetiva declaração, manuscrita pelo próprio investidor, com o seguinte teor, a saber:

- a) “*Declaro ter-me sido solicitada informação sobre os meus conhecimentos e experiência em matéria de investimento*”;
- b) “*Declaro ter sido avisado do facto de, em resultado do teste de adequação que me foi feito, o [designação do PFC] não ser adequado ao meu perfil de investidor, mantendo não obstante a minha decisão de investir no [designação do PFC]*”;
- c) “*Declaro ter sido avisado de que a minha recusa em fornecer informação necessária à realização do teste de adequação impede a determinação do meu perfil de investidor*”.

---

<sup>109</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, op. cit., p. 323.

<sup>110</sup> Procede à regulamentação dos Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento, tendo também revogado o Regulamento n.º 8/2007 da CMVM, em tudo quanto diga respeito aos seguros e operações ligados a fundos de investimento (alínea b) do artigo 32.º).

Embora, tal como no Regulamento pregresso sobre a matéria<sup>111</sup> — Regulamento n.º 8/2007 da CMVM —, o juízo de adequação se imponha sem a prévia categorização de investidores, aplicando-se, nessa medida, a todos os clientes de forma indistinta (*dever de adequação simplificado*<sup>112</sup>), as exigências informativas são, agora, mais intensas, especialmente no que concerne à informação sobre a falta de adequação de um determinado produto financeiro complexo. Assim, é possível classificá-lo como um *dever de adequação mitigado*, posto que está bastante mais próximo — a remissão expressa a isso conduz — do regime previsto nos artigos 314.º e seguintes do CVM.

### 3.3. Teoria da Agência na Intermediação Financeira

Estando ao critério<sup>113</sup> do intermediário financeiro a profundidade da informação que deve obter do cliente tendo em vista a avaliação da adequação, pode colocar-se o problema da teoria da agência (*agency theory*)<sup>114</sup>. Ainda que de forma abreviada, a teoria da agência versa sobre a separação entre a propriedade da empresa (acionista/sócio) e aquele que assegura a gestão (administrador/gerente) e os interesses tendencialmente discrepantes.

---

<sup>111</sup> Em conformidade com o prescrito no n.º 1 do artigo 14.º, “as entidades comercializadoras solicitam ao cliente a informação necessária para avaliar a adequação do produto oferecido às circunstâncias pessoais daquele, nomeadamente ao seu perfil de risco, por forma a orientá-lo para que a sua decisão de investimento seja tomada de forma consciente e se adeque a esse perfil”.

<sup>112</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação*, op. cit., p. 324.

<sup>113</sup> Note-se que o intermediário financeiro deve obter as informações necessárias, de modo a ajuizar a adequação de um determinado produto ou serviço ao perfil do cliente (n.º 4 do artigo 19.º da DMIF).

<sup>114</sup> Cf. Sobre a temática, vide, designadamente, FERNANDO ARAÚJO, *Introdução à Economia*, 3.ª Edição, Almedina, (2005), p. 426; JOHN ARMOUR / HENRY HANSMANN / REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, Harvard Law School, (2009); JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflito de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, em *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro — Um Balanço a partir da Crise Financeira*, Almedina, (2010), 215-291. A teoria da agência, segundo FERNANDO ARAÚJO, *Introdução à Economia*, op. cit., p. 427, pode ser definida, em termos básicos, quando um “comitente procura estabelecer um contrato que assegure ações apropriadas da parte do comissário, no sentido de alinharem a conduta e o esforço do comissário com a prossecução e maximização dos interesses do comitente, vencendo os obstáculos da assimetria informativa e das oportunidades de desalinhamento de interesses por ela propiciadas.”

Com efeito, temos, por um lado, o “proprietário” — principal — que têm em vista a maximização do seu valor enquanto, por outro, o “gerente” — agente — têm melhor informação<sup>115</sup> e a possibilidade de desvirtuar a finalidade dos objetivos prosseguidos pelo proprietário, conduzindo os destinos da organização na prossecução do seu próprio objetivo<sup>116</sup>. Assim, o alinhamento de interesses — por exemplo, através de uma remuneração indexada aos resultados — é vital para mitigar o problema da agência.

A relação entre o agente e o principal é ainda suscetível de gerar situações de risco moral (*moral hazard*), potencializados pela ocorrência de comportamentos que não podem ser observados ou comprovados (*hidden action*). Quando estamos perante uma relação contratual que se protela no tempo e uma das partes abusa da vantagem informativa de que dispõe, incumprindo ou cumprindo defeituosamente a prestação a que está adstrito, está na expectativa de que a contraparte, atendendo à assimetria informativa, não detete o incumprimento — as situações de risco moral<sup>117</sup>.

Consequentemente, uma das qualidades fundamentais para a nomeação do agente será a relação de confiança entre o principal e o agente<sup>118</sup>.

Transpondo a teoria da agência para a relação que se estabelece entre o investidor e o intermediário financeiro, denotamos idênticas vicissitudes. Embora a maioria dos contratos de intermediação sejam reconduzíveis a contratos de prestação de serviços e enquadrados no subtipo legal de mandato (artigo 1157.º do Código Civil)<sup>119</sup>, o intermediário financeiro tem, também, os seus próprios interesses quando assegura a prestação de um determinado serviço ao investidor. Para o efeito, será suficiente o esquema de remunerações do intermediário financeiro, indexados aos produtos que são colocados ao cliente.

---

<sup>115</sup> Cf. JOHN ARMOUR / HENRY HANSMANN / REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems*, *op. cit.*, p. 2.

<sup>116</sup> Cf. JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflito de Interesses entre Administradores*, *op. cit.*, p. 223.

<sup>117</sup> Cf. FERNANDO ARAÚJO, *Introdução à Economia*, *op. cit.*, p. 421.

<sup>118</sup> Cf. *Ibid.*, p. 426.

<sup>119</sup> *Vide*, a propósito, RUI PINTO DUARTE, *Contratos de Intermediação*, *op. cit.*, p. 352.

Nesta senda, o intermediário financeiro pode ser atraído a recolher informações que lhe possibilitem determinar a adequação de uma panóplia de produtos/serviços.

Os custos de agência englobam todos aqueles que são suportados pelo principal (cliente) em consequência do problema de agência, podendo resultar, *inter alia*, da diminuição direta do valor da prestação do agente (intermediário financeiro)<sup>120</sup>.

Com o propósito de incrementar a proteção dos investidores por contrapartida do problema da agência no âmbito da prestação de serviços de intermediação financeira, o legislador podia ter razões para parametrizar determinadas situações, como definir instrumentos financeiros que não seriam vocacionados para um perfil de cliente<sup>121</sup>, dando, para o efeito, coordenadas<sup>122</sup>.

Consideramos que não consubstancia o melhor modelo, passando a solução pelo reforço — tal como veremos a propósito da DMIF II<sup>123</sup> — das normas de conduta do intermediário financeiro.

A parametrização transportaria o inconveniente de não acompanhar o novo *design* dos instrumentos financeiros entretanto criados — veja-se o que dissemos a respeito da atipicidade dos valores mobiliários<sup>124</sup> —, abrangeria um leque de investidores com pouca expressão e, para além disto, a sua eficácia dependeria de um processo de cariz legislativo (ou administrativo se estas atribuições fossem cometidas à CMVM).

Nesta senda, crê-se que a solução mais ajustada passa pelo reforço das normas de conduta a observar pelo intermediário financeiro. Atendendo ao problema que temos vindo a analisar, um dos instrumentos que pode contribuir para o alinhamento dos interesses é a abolição do plano remuneratório do intermediário financeiro indexada à prestação de determinadas operações de investimento.

---

<sup>120</sup> Cf. PEDRO VERGA MATOS, *A Relação entre Acionistas e os Gestores de Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, (2009), 92-102, p. 96.

<sup>121</sup> Cf. JOHN ARMOUR / HENRY HANSMANN / REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems*, *op. cit.*, p. 4.

<sup>122</sup> Por exemplo, o investimento em obrigações seria considerado inadequado para qualquer pessoa singular com idade superior a 99 anos ou, não tendo estudos superiores ou experiência nos mercados financeiros — devidamente comprovada —, superior a 60 anos.

<sup>123</sup> Cf. *Infra* 4. A Diretiva 2014/65/UE.

<sup>124</sup> *Vide supra* 3.2.1. *Instrumentos Financeiros Complexos* (nota de rodapé).

### 3.4. O Dever de Adequação e o Princípio da Precaução

Encontram-se similitudes entre o dever de adequação e o princípio da precaução.

Atento este princípio, deve haver uma prevenção antecipada e alargada dos riscos devido à eventual crescente perda de certezas nos mercados, “*por força do continuum da evolução tecnológica*”<sup>125</sup>. Neste sentido, deverá proceder-se a uma ponderação cuidada face a um risco mal definido. Este princípio, que apresenta maior preponderância no Direito do ambiente, pode ser transposto para o campo da prestação de serviços de intermediação financeira, principalmente no que diz respeito à matéria subjacente à supervisão prudencial.

No Direito do ambiente o princípio da precaução permite reagir rapidamente face a um possível risco para a proteção do ambiente. Por conseguinte, caso os dados científicos não permitam uma avaliação completa do risco, o recurso a este princípio permitirá, designadamente, impedir a distribuição ou retirar do mercado produtos suscetíveis de provocarem danos.

Pelo exposto, o princípio pode, contudo, ser sempre evocado quando um qualquer fenómeno, produto ou processo possa ter efeitos danosos, identificados por uma avaliação científica e objetiva, se esta avaliação não permitir determinar o risco com certeza suficiente.

Relacionando este princípio com o dever de adequação, concluímos que ao efetivo investimento do cliente deverá preceder uma análise do respetivo risco (do serviço ou atividade de intermediação financeira considerada) por parte do intermediário financeiro, que deverá incluir não só a avaliação e gestão do risco, como ainda a expressa comunicação do mesmo ao investidor. Deste modo, o dever de adequação terá aqui um importante auxílio.

---

<sup>125</sup> Cf. CARLA AMADO GOMES, *Risco e Modificação do Ato Autorizativo Concretizador de Deveres de Proteção do Ambiente*, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídico-Políticas, (2007), p. 173. Em acréscimo, realça que “*o princípio da precaução resulta de uma preocupação política, a saber, aumentar ao máximo o limite de ingerência consentida à Administração nos casos de atividades potencialmente lesivas do ambiente e da saúde pública*”.

## **4. A DIRETIVA 2014/65/UE**

### **4.1. Aspectos Relevantes**

O presente capítulo visa dar conta, considerando o escopo do presente estudo, das alterações mais relevantes introduzidas pela DMIF II<sup>126</sup>, que entrará em vigor em 03 de janeiro de 2017, sem embargo das concretizações a cargo da ESMA, atendendo ao processo legislativo adotado, bem como das eventuais, mas esperadas, alterações à Diretiva 2006/73/CE<sup>127</sup>.

Na sequência da crise financeira da primeira década do século XXI, assistiu-se, no seio da União Europeia, a um conjunto significativo de reformas estruturais, na qual se inclui a revisão da DMIF. Pretendia-se, por esta via, um sistema financeiro mais seguro, sólido, transparente e mais responsável em benefício da economia e da sociedade no seu conjunto, com o objetivo de garantir um mercado financeiro da União Europeia mais integrado, eficiente e concorrencial<sup>128</sup>.

Surge, portanto, a DMIF II, na qual é expressamente assumido que a proteção dos investidores representa um dos seus propósitos<sup>129</sup>. Em conjunto com o Regulamento (UE) n.º 600/2014, estes instrumentos constituem o enquadramento jurídico que rege os requisitos aplicáveis às empresas de investimento, aos mercados regulamentados, aos prestadores de serviços de comunicação de dados e às empresas de países terceiros que prestam serviços ou exercem atividades de investimento no âmbito da União Europeia.

Neste contexto, vejamos então os aspectos relevantes resultantes da DMIF II.

---

<sup>126</sup> Que foi transposta parcialmente pelo Decreto-Lei n.º 124/2015, de 07 de Julho, clarificando-se o âmbito das atividades transfronteiriças que os gestores de organismos de investimento alternativo podem prestar.

<sup>127</sup> Diretiva 2006/73/CE da Comissão, de 10 de agosto de 2006, que aplica a Diretiva 2004/39/CE no que concerne aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento, bem como desenvolve os conceitos definidos na DMIF.

<sup>128</sup> Cf. Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho (COM/2011/0656 — 2011/0298 (COD)), de 20 de outubro de 2011, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, p. 2.

<sup>129</sup> Cf. Considerando 86 da DMIF II.

#### 4.1.1. Pretensão Equilíbrio

Tendo em vista “assegurar um melhor equilíbrio dos requisitos aplicáveis” às dissonantes categorias de investidores e sem embargo da sua aplicabilidade aos clientes que mais carecem de proteção, são redobrados os deveres informativos no que diz respeito ao relacionamento do intermediário financeiro com os seus clientes e, em especial, com as contrapartes elegíveis (considerando 86 da DMIF II). Com efeito, o intermediário financeiro deve fornecer aos seus clientes, sem distinção, relatórios adequados sobre o serviço prestado, com a periodicidade que se afigure conveniente em face do tipo e complexidade dos instrumentos financeiros envolvidos, bem como da natureza dos serviços prestados ao cliente (n.º 6 do artigo 25.º da DMIF II).

Ainda com idêntico propósito, clarifica-se que os princípios de atuação de forma honesta, equitativa e profissional e a obrigação de atuar de forma correta, clara e não enganosa são aplicáveis no relacionamento com contrapartes elegíveis e investidores profissionais.

No que concerne ao cardápio de investidores profissionais para efeitos da DMIF II e com o objetivo de “melhorar a definição da classificação das autarquias e das autoridades públicas locais”<sup>130</sup> promove-se a respetiva exclusão, sem prejuízo de solicitarem o estatuto de investidor qualificado.

Da nossa perspetiva, será discutível a necessidade deste “reforço informativo” às contrapartes elegíveis. Assim, para além de tornar mais oneroso o relacionamento do intermediário financeiro com as contrapartes elegíveis — que, recorde-se, “dispõem da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem (...) em relação a todos os serviços e atividades de investimento e instrumentos financeiros”, para efeitos da DMIF II<sup>131</sup>

---

<sup>130</sup> Cf. Considerando 104 da DMIF II.

<sup>131</sup> Cf. Proémio do Anexo II da DMIF II.

— a utilidade marginal desta dose de informação é decrescente<sup>132</sup>. Neste sentido — e podendo a prática vir a ditar coisa diversa —, pensamos que as contrapartes elegíveis não tomarão, considerando a informação que já dispõem, decisões de investimentos mais esclarecidas e fundamentadas.

Todavia, caberá às contrapartes elegíveis, se assim entenderem por conveniente, renunciar a esta dose extra de informação, com o desiderato de obter serviços de intermediação financeira, por certo, mais eficientes.

#### 4.1.2. Mercado-Alvo / *Know Your Security*

Para além de se reconhecer, expressamente, que o intermediário financeiro deverá compreender os elementos de identificação dos instrumentos financeiros que propõe ou recomenda — *know your security* —, defende-se que o intermediário financeiro tem de estabelecer procedimentos que permitam determinar a categoria de clientes aos quais os produtos e os serviços são fornecidos — mercado-alvo (n.º 2 do artigo 24.º da DMIF II).

Neste sentido, o intermediário financeiro que produza produtos de investimento — aquele que não produzir deverá dispor de mecanismos apropriados para recolher e compreender as informações — deve certificar-se que os produtos são concebidos de molde a satisfazer as necessidades de um determinado mercado-alvo identificado na categoria de clientes finais, assegurando que esses instrumentos financeiros são distribuídos junto do mercado-alvo identificado. Ademais, a definição do mercado-alvo e o desempenho dos produtos oferecidos devem ser revistos pelo intermediário financeiro, com relativa periodicidade.

---

<sup>132</sup> Segundo FERNANDO ARAÚJO, *Introdução à Economia*, op. cit., p. 224, a *Primeira Lei de Gossen* assenta no pensamento de que “a utilidade de cada nova dose de um bem tende a ser menor do que a utilidade de doses anteriormente aplicadas na satisfação de necessidades económicas.” A este respeito, JÜRGEN GEORG BACKHAUS (editor), *Handbook of the History of Economic Thought: Insights on the Founders of Modern Economics*, Springer, (2012), p. 382, refere na “*marginal utility of the last “atom of money”*”.

Considerando que o procedimento a que aludimos já contém padrões mínimos de adequação, seria questionável a necessidade de continuar a proceder à avaliação do caráter oportuno e apropriado da operação. Mas, o reconhecimento do mercado-alvo consubstancia uma obrigação adicional do intermediário financeiro, cujo propósito é estabelecer um filtro, uma “prévia adequação”, onde determinado produto financeiro pode ser distribuído<sup>133-134</sup>. Consequentemente, o dever de adequação — a que o intermediário financeiro dará resposta, posteriormente, aquando da prestação de serviços de investimento a cada investidor, considerando as suas necessidades, características e objetivos pessoais — ganha um singelo, mas efetivo, reforço, tendo em vista a tomada de decisões de investimento informadas.

#### 4.1.3. A “Adequação” do Intermediário Financeiro

---

<sup>133</sup> Cf. Considerando 71 da DMIF II.

<sup>134</sup> O Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP's) complementa as medidas aplicáveis à distribuição, previstas na DMIF II, bem como as medidas aplicáveis à distribuição de produtos de seguros, previstas na Diretiva 2002/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 9 de dezembro de 2002, relativa à mediação de seguros. O Regulamento (UE) n.º 1286/2014 visa dar resposta à tendência dos investidores não qualificados — somente estes estão abrangidos pelas disposições do Regulamento — serem, cada vez mais, confrontados com a oferta de uma vasta gama de pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP's), tais como apólices de seguro de vida com um elemento de investimento e produtos estruturados, quando pretendem efetuar um investimento. Considera-se que estes investimentos não são simples nem de fácil compreensão, isto é, entende-se “*que um produto não é simples nem de fácil compreensão, nomeadamente, se investir em ativos subjacentes em que os investidores não profissionais geralmente não investem, se utilizar uma série de mecanismos diferentes para calcular o retorno final do investimento, criando um maior risco de não compreensão por parte do investidor não profissional, ou se a remuneração do investimento tirar partido dos preconceitos comportamentais dos investidores não profissionais, tais como uma taxa fixa atraente seguida de uma taxa condicional variável muito mais elevada, ou uma fórmula iterativa*” (considerando 18 do Regulamento (UE) n.º 1286/2014). Para o efeito, procura-se harmonizar as informações sobre os PRIIP's, devendo ser exatas, corretas, claras e não induzir os investidores não profissionais em erro, contendo apenas informações essenciais, nomeadamente no que se refere à natureza e às características do produto, indicando se existe a possibilidade de perda de capital, mencionando os custos e traçando o perfil de risco do produto, bem como informações de desempenho relevantes e outras informações específicas que possam ser necessárias à compreensão das características dos diferentes tipos de produtos, de modo a que os investidores não qualificados tomem decisões de investimento fundamentadas (considerando 15 do Regulamento (UE) n.º 1286/2014).

Tendo como pano de fundo a crescente complexidade e inovação dos produtos de investimento, prescreve-se que, o colaborador do intermediário financeiro que preste aconselhamento ou forneça informações aos clientes sobre instrumentos financeiros, serviços de investimento, bem como serviços auxiliares, deverá possuir um nível de conhecimentos e de competências adequado aos produtos propostos (n.º 1 do artigo 25.º da DMIF II). Deste modo, pretende-se contribuir para o reforço dos investidores nos mercados financeiros.

A este respeito, a alínea d) do n.º 1 do artigo 5.º da Diretiva 2006/73/CE já aludia à necessidade dos Estados-Membros imporem, designadamente, aos intermediários financeiros, a contratação de “quadros com as qualificações, conhecimentos e capacidade técnica necessários para a execução das responsabilidades que lhes são atribuídas”. Porém, dada a timidez que lhe está subjacente e apesar das orientações entretanto emitidas pela ESMA<sup>135</sup>, a referenciada norma careceu de devida concretização<sup>136</sup>.

Em conformidade com o disposto no n.º 9 do artigo 25.º da DMIF II, a ESMA teve a incumbência de emitir orientações em que sejam especificados os critérios para a avaliação de conhecimentos e competências a que se reporta o n.º 1.

Considerando que a ESMA emitiu orientações que carecem do contributo de cada Estado-Membro<sup>137</sup> — sendo prematuro perspetivar os reflexos no ordenamento jurídico nacional —, destacam-se, contudo, pontos de cariz abstrato, que devem ser tidos em consideração, a saber:

- a) O nível e a intensidade do conhecimento e experiência esperada para aqueles que prestam aconselhamento ou forneçam informações aos clientes é progressivo, ou seja, a prestação do serviço de consultoria para investimento pressupõe um nível

---

<sup>135</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/387), p. 7.

<sup>136</sup> Cf. ESMA (ESMA(2015/1886), *Final Report: Guidelines for the assessment of knowledge and competence*, (2015), p. 11, referindo que “therefore, article 25, paragraphs (1) and (9), of MiFID II establishes a more structured regulatory framework”.

<sup>137</sup> Cf. *Ibid.*, p. 11. A CMVM terá também de determinar (i) qual o período de tempo necessário para o colaborador ganhar a experiência adequada; (ii) qual o período máximo de tempo em que um colaborador sem qualificação ou experiência adequada está autorizado a trabalhar sob supervisão; (iii) se os procedimentos de revisão de qualificação apropriada do colaborador deve ser realizada pela empresa ou entidade independente.

mais elevado de conhecimentos e experiência do que a singela disponibilização de informação sobre instrumentos financeiros, serviços de investimento, bem como serviços auxiliares<sup>138</sup>;

- b) O colaborador do intermediário financeiro que apenas fornece informações sobre instrumentos financeiros, serviços de investimento e serviços auxiliares deverá dispor de elevada informação sobre os produtos, *inter alia*, as suas características principais, os custos em que o cliente pode incorrer e uma vasta noção de como funcionam os mercados financeiros<sup>139</sup>;
- c) O colaborador do intermediário financeiro que presta aconselhamento ao cliente deverá dispor, para além da informação aplicável aos colaboradores que prestam os serviços previstos na alínea b) *supra*, cumprir as obrigações relacionadas com a avaliação do carácter adequado da operação (*suitability*) — incluindo aquelas que outrora foram identificadas pela ESMA<sup>140</sup> —, bem como avaliar quais os produtos de investimento que não são adequados ao perfil de investimento do cliente<sup>141</sup>.

#### 4.1.4. Consultoria para Investimento

Relativamente à consultoria para investimento, assiste-se ao proliferar das regras e procedimentos a ter em consideração por parte do intermediário financeiro. Tendo sido notado o crescimento da consultoria para investimento aquando da DMIF, posto que foi promovida a serviço de investimento em detrimento de serviço auxiliar<sup>142</sup>, são agora reforçados os deveres de informação mas, sobretudo, a adequação — *suitability* — do aconselhamento prestado ao perfil do cliente.

---

<sup>138</sup> Cf. *Ibid.*, p. 35.

<sup>139</sup> Sobre os demais conhecimentos e experiência que devem dispor os colaboradores do intermediário financeiro, quando se limitam a fornecer informações sobre instrumentos financeiros, serviços de investimento e serviços auxiliares, *vide* ESMA (ESMA(2015/1886), p. 36.

<sup>140</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/387).

<sup>141</sup> Sobre os demais conhecimentos e experiência que devem dispor os colaboradores do intermediário financeiro, quando prestam aconselhamento, *vide* ESMA (ESMA(2015/1886), p. 37.

<sup>142</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, *op. cit.*, p. 85.

Por conseguinte, o intermediário financeiro deve comunicar ao cliente:

- a) O custo do aconselhamento;
- b) A base em que o aconselhamento é prestado, nomeadamente a gama de produtos que considerou ao fornecer recomendações personalizadas aos clientes;
- c) Se a consultoria para investimento é prestada de forma independente (caso em que impendem sobre o intermediário financeiro deveres adicionais, atento o teor do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II);
- d) Se proporciona uma avaliação periódica da adequação relativa aos instrumentos financeiros recomendados;
- e) As razões do aconselhamento prestado.

Os referidos deveres informativos visam agilizar a compreensão da natureza e dos riscos inerentes ao serviço de investimento e ao concreto instrumento financeiro que é oferecido, tendo em vista tomar decisões de investimento de forma informada (n.º 5 do artigo 24.º da DMIF II).

Ao prestar o serviço de consultoria para investimento a clientes não profissionais e previamente à execução da transação, o intermediário financeiro deverá facultar ao investidor um documento<sup>143</sup> relativo à adequação, que especifique o aconselhamento prestado e o modo como o aconselhamento corresponde às preferências, objetivos e a outras características do cliente. Porém, não se afigurando exequível o envio prévio do documento, o intermediário financeiro pode fornecê-lo após o cliente ter ficado vinculado por qualquer acordo, caso estejam preenchidos os seguintes requisitos: (i) o cliente autorizou receber o documento relativo à avaliação da adequação, após a conclusão da transação; e (ii) o intermediário financeiro ter permitido ao investidor atrasar a transação a fim de receber antecipadamente o referido documento (n.º 6 do artigo 25.º da DMIF II).

---

<sup>143</sup> Sobre o conteúdo, *vide* ESMA(2014/1569), *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, (2014), p. 156.

Se o intermediário financeiro proporcionar uma avaliação periódica da adequação relativa aos instrumentos financeiros recomendados, deve promover essa avaliação, pelo menos, anualmente, sem prejuízo da frequência ser aumentada, considerando o perfil de risco do cliente e a natureza dos instrumentos financeiros recomendados<sup>144</sup>.

Como inicialmente referido, são esperadas alterações à Diretiva 2006/73/CE, com o intuito de harmonizar as disposições com o preceituado na DMIF II. Nesta senda e de acordo com as orientações da ESMA sobre a matéria, esperam-se:

- a) O n.º 1 do artigo 35.º deve ser revisto no sentido de que, quando o intermediário financeiro avalia a adequação da operação, terá de atender à capacidade do cliente para suportar perdas e a sua tolerância ao risco;
- b) Que o artigo 35.º possa clarificar como deve o intermediário financeiro cumprir o dever de adequação quando está em causa uma situação de representação. Neste sentido, entende a ESMA<sup>145</sup> que, em primeiro lugar, o intermediário financeiro deve apreciar o enquadramento jurídico aplicável. Não fornecendo indícios suficientes e não tendo sido designado um único representante, o intermediário financeiro, tendo presente o interesse e a necessidade de proteção de todos os investidores envolvidos, deve convencionar com estas quem é que deve ser sujeito à avaliação da adequação e como essa avaliação será realizada na prática, incluindo de quem irá obter informações sobre o conhecimento e experiência, situação financeira e objetivos de investimento. Todavia, acrescenta a ESMA que, em qualquer caso, o acordo deve assegurar que a pessoa que realiza as operações em nome e por conta do representado, tem o nível necessário de conhecimentos e experiência para a operação considerada. No que respeita à situação financeira e objetivos de investimento, o intermediário financeiro deve atender ao cliente representado. Adiante voltaremos a este tema<sup>146</sup>.

---

<sup>144</sup> Cf. ESMA (ESMA/2014/1569), p. 109.

<sup>145</sup> Cf. *Ibid.*, p. 155.

<sup>146</sup> Cf. *Infra* 5.2. *Representação*.

#### 4.1.5. Receção e Transmissão ou Execução de Ordens

No que concerne aos serviços de receção e transmissão ou execução de ordens, é excluída a hipótese de prestar tais serviços em conjugação com os serviços auxiliares que consistam na concessão de crédito ou empréstimos a clientes, que permitam realizar uma operação em que o intermediário financeiro está envolvido. Com efeito, julga-se que essa circunstância é passível de aumentar a complexidade da operação e, por isso, tornar mais difícil a compreensão dos riscos subjacentes.

A lista de instrumentos financeiros que admite o serviço de receção e transmissão ou execução de ordens estrita — situação em que o intermediário financeiro não está adstrito a obter informações do cliente quanto aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento, no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado e, por conseguinte, a determinar se o produto ou serviço de investimento considerado é adequado ao cliente — é objeto de ajustamento.

Assim, são excluídos os instrumentos financeiros que incorporem derivados ou que tenham uma estrutura que torne difícil, ao investidor, compreender os riscos envolvidos, as ações em empresas que não constituam unidades de participação em organismos de investimento coletivo (OICVM) e OICVM estruturados.

Pelo contrário, os depósitos estruturados — cobertos pelo âmbito de aplicação da DMIF II, posto que, no âmbito comunitário, não estão abrangidos por qualquer ato legislativo que tenha em vista a proteção dos investidores — integram a categoria de instrumentos financeiros não complexos, exceto os que incorporem uma estrutura que torne difícil, para o cliente, compreender o risco de retorno ou o custo de saída do produto antes do vencimento<sup>147</sup>.

---

<sup>147</sup> Exclusão que acaba por ser densificada pela ESMA: (ESMA(2015/1783), *Final Report: Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, (2015).

## 5. O CUMPRIMENTO DO DEVER DE ADEQUAÇÃO

### 5.1. Contas Coletivas de Valores Mobiliários

O cumprimento do dever de adequação pelo intermediário financeiro é passível de suscitar questões complexas.

Uma dessas questões decorre das contas coletivas de valores mobiliários, ou seja, quando determinada conta é da titularidade de mais do que um cliente. A primeira ilação a retirar diz respeito ao cumprimento do dever de categorização relativamente a cada um dos clientes individualmente considerados e não por referência à conta de valores mobiliários como um todo ou somente ao seu primeiro titular<sup>148</sup>. Em resultado, podem ocorrer situações em que coabitam, em determinada conta coletiva de valores mobiliários, investidores com conhecimentos e experiências, situações financeiras e objetivos de investimento que são heterogêneos.

Nesta hipótese, o intermediário financeiro deverá proceder à avaliação do caráter adequado da operação em função do perfil de qual dos investidores? Como é natural, a celeuma reside nas contas coletivas cuja movimentação é solidária, ou seja, quando foi convencionado que qualquer um dos titulares, autonomamente, estará habilitado a adquirir valores mobiliários ou contratar a prestação de serviços de intermediação financeira, posto que, quando a forma de movimentação acordada é conjunta, a conta de valores mobiliários só é passível de movimentação com a intervenção de todos os titulares, devendo, neste caso, prevalecer o regime aplicável ao cotitular a que a lei confere a proteção mais intensa<sup>149</sup>.

A questão assume particular importância, posto que não se vislumbra resposta direta no CVM.

---

<sup>148</sup> Cf. CMVM, *Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, *op. cit.*, resposta à pergunta 45.

<sup>149</sup> Cf. *Ibid.*, resposta à pergunta 46 e 49.

### 5.1.1. *Appropriateness*

Considerando a ausência de uma resposta do direito positivo e exceto estipulação diversa pelos intervenientes, teríamos três cenários possíveis, a saber:

1. Proceder à avaliação da adequação da operação tendo por referência o perfil do titular com maiores conhecimentos e experiência;
2. Proceder à avaliação da adequação da operação tendo por referência o perfil do titular que instrui o intermediário financeiro, ou seja, numa conta coletiva de valores mobiliários cada titular só está habilitado a atuar nos precisos termos dos seus próprios conhecimentos e experiência;
3. Proceder à avaliação da adequação da operação tendo por referência o perfil do titular com menores conhecimentos e experiência.

A CMVM<sup>150</sup> tem defendido que a avaliação do carácter adequado da operação, serviço ou instrumento financeiro deve ser aferida considerando as circunstâncias pessoais do titular que solicita a prestação do serviço de intermediação financeira, ainda que os atos deste se repercutam, dada a natureza da conta, na esfera jurídica dos demais titulares. Naturalmente, estamos no domínio de juízos de cariz subjetivo<sup>151</sup>.

Na eventualidade de estar em causa uma conta coletiva de valores mobiliários cuja movimentação dependa da intervenção de todos os titulares — conta conjunta — ou apenas de conjuntos de titulares — conta mista —, deverá prevalecer a avaliação da adequação relativamente ao titular a que a lei confere maior proteção, ou seja, aquele que dispõe de menores conhecimentos e experiência<sup>152</sup>.

No que concerne às contas coletivas tituladas por pessoas coletivas, a prática tem vindo a ensinar que a sua existência é residual. Deste modo, a problemática residirá

---

<sup>150</sup> Cf. *Ibid.*, resposta à pergunta 49.

<sup>151</sup> Cf. BLAIR H. WALLACE, *A Proposal to Refine the Suitability Standard*, *op. cit.*, p. 231.

<sup>152</sup> Cf. LUIGI GAFFURI, *La dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, (2008), em <http://www.ilcaso.it> (consultado em 16 de novembro de 2015), p. 29.

antes nas situações de representação a que aludiremos adiante, porquanto a recolha de informação para determinar os conhecimentos e a experiência, terá de se reportar necessariamente a um representante da pessoa coletiva, tendo em vista a avaliação do carácter adequado do concreto investimento em causa.

### 5.1.2. *Suitability*

Estando em causa a prestação do serviço de gestão de carteiras ou de consultoria para investimento, o intermediário financeiro tem, em adição, de obter informações relativas à situação financeira do cliente e aos seus objetivos de investimento (n.º 1 do artigo 314.º-A).

No que respeita à aferição da situação financeira, pensamos que deve reportar-se a cada um dos titulares individualmente considerados. Havendo discrepâncias quanto à situação financeira dos vários titulares da conta coletiva de valores mobiliários, o intermediário financeiro deverá ter em consideração a situação financeira do titular mais débil<sup>153</sup>. Apesar disso, tal circunstância não dispensa o intermediário financeiro de analisar cada uma das solicitações formuladas de forma casuística, posto que, em determinados contextos, poderá ter de avaliar a situação financeira de um conjunto de pessoas, como é paradigmático o caso de um património conjugal.

Relativamente aos objetivos de investimento, consideramos que será suscetível de aplicação, às situações de cotitularidade de valores mobiliários, o disposto no artigo 1404.º do Código Civil<sup>154</sup>, que preconiza que “*as regras da compropriedade são aplicáveis, com as necessárias adaptações, à comunhão de quaisquer outros direitos, sem prejuízo do disposto especialmente para cada um deles*”<sup>155</sup>.

---

<sup>153</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/387), p. 13. No mesmo sentido, vide LUIGI GAFFURI, *La dell’adeguatezza e dell’appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, op. cit., p. 29.

<sup>154</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de novembro, com as alterações introduzidas até à Lei n.º 150/2015, de 10 de setembro.

<sup>155</sup> Cf. FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, *Contas Coletivas de Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VI, (2006), Coimbra Editora, 275-294, p. 283.

Pelo exposto, à comunhão de direitos estará implícita uma comunhão de objetivos de investimento. No caso de se admitir a existência de objetivos de investimento que não são coincidentes entre os titulares de uma conta coletiva de valores mobiliários, o intermediário financeiro deverá privilegiar os objetivos do titular que denote um perfil mais conservador<sup>156</sup>. Se assim não fosse, no limite, o intermediário financeiro estaria perante uma situação de impossibilidade de compatibilizar todos os objetivos de investimento e, por isso, de cumprir de forma eficaz o dever que lhe incumbe.

O caso específico do serviço de gestão de carteiras pode suscitar uma questão que não é lícita desprezar.

Com efeito, a gestão de uma carteira é efetuada pelo intermediário financeiro, de forma orientada ao perfil do investidor, tendo em vista a valorização da carteira. Ora, neste serviço, não existem instruções individuais dadas ou dirigidas a um cliente em particular. Assim, estando em causa uma conta coletiva de valores mobiliários cujos titulares denotem conhecimentos e experiências dissonantes, mantém-se a celeuma de saber em relação a qual deles deverá ser avaliada a adequação das operações que o intermediário financeiro pretende realizar.

Da nossa perspetiva, julgamos que a questão pode ser resolvida à luz do princípio da liberdade contratual, a que alude o artigo 405.º do Código Civil. Neste sentido, as partes podem acautelar esta determinação no momento da celebração do contrato de gestão de carteiras.

Todavia, a eficácia da aludida determinação depende da circunstância do referido contrato ser subscrito por todos os cotitulares da conta de valores mobiliários, sendo convencionado, de forma expressa, em relação ao perfil de qual dos cotitulares deve o intermediário financeiro promover o juízo de adequação. Note-se, contudo, e ainda que conste das cláusulas contratuais, que todos os cotitulares — ou apenas aqueles a que não corresponde o perfil convencionado para efeitos de cumprimento do dever de adequação —, devem subscrever um documento autónomo onde conste, se tal for aplicável, que, embora o investimento proposto não seja condizente com o perfil de

---

<sup>156</sup> Cf. ESMA (ESMA/2012/387), p. 13.

investidor, o cotitular mantém a decisão de iniciar aquela operação, sabendo e tendo conhecimento dos riscos em que incorre. Por outras palavras, devem ser observados os procedimentos que se estipulam relativamente à renúncia às normas de proteção, se tal for aplicável, como é paradigmático o pedido de tratamento como investidor qualificado, ou seja, o intermediário financeiro tem de informar o cliente, por escrito, do deferimento do pedido e das respetivas consequências, explicitando que tal opção comporta a redução da proteção que lhe é conferida. Posto isto, o investidor tem de declarar, por escrito, em documento autónomo, que está ciente das consequências da sua opção.

Em resultado do exposto, a convenção a celebrar entre o intermediário financeiro e os cotitulares de determinada conta coletiva de valores mobiliários não pode, pelo menos na íntegra, assentar em cláusulas contratuais gerais, ou seja, *“aquelas que são elaboradas sem prévia negociação individual, que proponentes ou destinatários indeterminados se limitem, respetivamente, a subscrever ou aceitar”* (n.º 1 do artigo 1.º do Regime Jurídico das Cláusulas Contratuais Gerais)<sup>157</sup>.

Nada sendo convencionado pelos intervenientes e tendo em vista a orientação de fundo — a proteção dos investidores —, entendemos que o intermediário financeiro deverá atender ao perfil do investidor cujos conhecimentos e experiência se revelem mais deficitários.

## 5.2. Representação

### 5.2.1. *Appropriateness*

O cumprimento do dever de adequação pelo intermediário financeiro pode ainda suscitar questões complexas em situações de representação, isto é, quando o cliente é representado por terceiro. Os poderes de representação podem resultar de, a saber:

---

<sup>157</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de outubro, com as alterações introduzidas até ao Decreto-Lei n.º 323/2001, de 17 de dezembro.

- a) Vontade expressa do mandante, mediante a outorga de procuração;
- b) Aplicação de norma jurídica, como é o caso da representação de menores;
- c) Decisão judicial, como sucede na representação de interditos ou inabilitados;
- d) Dos estatutos de uma pessoa coletiva.

Segundo o disposto no artigo 258.º do Código Civil, “o negócio jurídico realizado pelo representante em nome do representado, nos limites dos poderes que lhe competem, produz os seus efeitos na esfera jurídica deste último”.

Verificando-se uma situação de representação, como deve ser cumprido o dever de adequação? Em adição, o dever de adequação deve ser cumprido tendo por referência o perfil do cliente ou do respetivo representante?

É conhecida a tendência de absorver o teor do artigo 57.º do CVM, aplicável às situações de cotitularidade de valores mobiliários, com o desiderato de acautelar as vicissitudes que emanam da aferição do carácter adequado da operação, aos casos de representação.

Nos termos do artigo 57.º do CVM, “os cotitulares de um valor mobiliário exercem os direitos a eles inerentes por meio de representante comum, nos termos previstos para as ações no artigo 303.º do Código das Sociedades Comerciais”. Neste sentido, importa perceber o que está compreendido no termo “direitos inerentes”, profetizando o n.º 3 do artigo 55.º do CVM que “são direitos inerentes aos valores mobiliários, além de outros que resultem do regime jurídico de cada tipo [...], os dividendos, os juros e outros rendimentos, os direitos de voto, os direitos à subscrição ou aquisição de valores mobiliários do mesmo ou de diferente tipo”.

Como é perceptível, a expressão “direitos a eles inerentes” pressupõe a titularidade dos valores mobiliários, quando a avaliação da adequação terá de ser efetuada em momento precedente, ou seja, quando o investidor ainda não adquiriu o instrumento financeiro. Por conseguinte, será prematura a invocação da figura do representante comum para efeitos de avaliação da adequação. Aliás, os direitos inerentes a que se reportam os artigos 55.º e 57.º respeitam “ao conjunto de direitos parcelares, poderes ou simples faculdades derivados da titularidade de um valor mobiliário que, integrando o respetivo

conteúdo, e independentemente da sua natureza ou grau de autonomia, podem ser exercidos perante o emitente ou terceiro”<sup>158</sup>.

No âmbito do CVM, encontramos uma menção a uma situação de representação no n.º 4 do artigo 317.º-B, que identifica os requisitos e procedimentos para a solicitação de tratamento como investidor qualificado. Aquela norma dispõe que, “nos casos em que a solicitação tenha sido apresentada por pessoa coletiva, a avaliação prevista no n.º 2 e a relativa ao requisito mencionado na alínea c) do número anterior são feitas relativamente ao responsável pelas atividades de investimento da requerente”. Assim, a avaliação relativa aos conhecimentos e experiência do cliente, pela qual se garanta que este tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento e que compreende os riscos que as mesmas envolvem, ponderada a natureza dos serviços, instrumentos financeiros e operações contratados (n.º 2) e a circunstância de prestar ou ter prestado funções no setor financeiro, durante, pelo menos, um ano, em cargo que exija conhecimento dos serviços ou operações em causa (alínea c)) são aferidos no responsável pelas atividades de investimento da requerente (RAI).

Porém, para além do n.º 4 do artigo 317.º-B estar vocacionado para pessoas coletivas, tem subjacente o pedido de tratamento como investidor qualificado, o que acarreta que não pode ser aplicada, *tout court*, a qualquer situação de representação.

Não se descortinando uma solução *jusmobiliária* satisfatória, o intérprete vê-se na contingência de ter de recorrer às regras gerais da representação<sup>159</sup>. Nesta senda, é imprescindível considerar o disposto no Direito civil quanto aos estados subjetivos relevantes, preconizando-se no n.º 1 do artigo 259.º do Código Civil que “à exceção dos elementos em que tenha sido decisiva a vontade do representado, é na pessoa do representante que deve verificar-se, para efeitos de nulidade ou anulabilidade da declaração, a falta ou vício da vontade, bem como o conhecimento ou ignorância dos factos que podem influir nos efeitos dos negócios”.

---

<sup>158</sup> Cf. FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, *Contas Coletivas de Valores Mobiliários*, op. cit., p. 280.

<sup>159</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira*, op. cit., p. 102.

Consequentemente, há elementos em que é decisiva a vontade do representado e elementos em que acaba por prevalecer a vontade do representado<sup>160</sup>. Todavia, sendo os conhecimentos e a experiência estados subjetivos, é na pessoa do representante — ou representantes — que o intermediário financeiro deve atender na aferição dos estados subjetivos suscetíveis de influenciar os efeitos do negócio jurídico, exceto se especificamente determinados pelo representado.

Porém, a referida solução comporta um risco para o intermediário financeiro, pois terá de interpretar os concretos poderes que foram outorgados ao representante. Da nossa perspectiva, esta solução, ainda que a melhor, constitui um entrave ao comércio jurídico, porquanto o intermediário financeiro terá, por certo, tendência a interpretar restritivamente os poderes outorgados, visto que, atento o n.º 1 do artigo 268.º do Código Civil, “o negócio que uma pessoa, sem poderes de representação, celebre em nome de outrem é ineficaz em relação a este, se não for por ele ratificado”.

A título de ilustração, se os poderes outorgados são amplos e não especificados, a avaliação dos estados subjetivos será feita na pessoa do representante, visto que a sua vontade é determinante na seleção das operações ou serviços de intermediação financeira. Ao invés, caso o instrumento que contém os poderes de representação revestir elevada especificidade e as operações ou serviços de intermediação financeira estejam discriminados pelo representado, é na esfera jurídica deste que são avaliados os elementos subjetivos concernentes à experiência e aos conhecimentos sobre as operações, os serviços ou o tipo de instrumento financeiro considerado.

Embora alguma doutrina tenha tendência para considerar que o disposto no n.º 1 do artigo 259.º do Código Civil apenas é aplicável aos pedidos para tratamento como investidor qualificado<sup>161</sup>, do nosso ponto de vista, não existem razões para restringir a sua aplicação a essas ocasiões.

Veja-se, *inter alia*, o caso em que a abertura da conta de valores mobiliários decorre de um pedido expresso formulado pelo representante, munido de poderes para o ato.

---

<sup>160</sup> Cf. PIRES DE LIMA / ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, Volume I, 4.ª Edição, Coimbra Editora, (1987), p. 241.

<sup>161</sup> Cf. RAFAELA ROCHA, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira*, *op. cit.*, p. 102.

Na sequência da aplicação do princípio *know your customer*, o intermediário financeiro tende a considerar o representado um investidor qualificado, mas nunca procedeu a essa categorização, pois nunca comercializou instrumentos financeiros junto daquele investidor. Por sua vez — e sendo certo que o dever de categorização de investidores não é aplicável aos representantes<sup>162</sup> — o representado é investidor não qualificado. Neste caso, qual o procedimento que deve ser seguido?

Da nossa perspectiva, a solução terá de ser idêntica, isto é, os estados subjetivos são aferidos na pessoa do representante enquanto os objetivos, se for caso disso, são avaliados na pessoa do representado. Deparando-se o intermediário financeiro com o caso inverso — o representado é um investidor não qualificado e o representante um investidor qualificado —, o juízo de adequação deverá também ser formulado com recurso às regras sobre representação, previstas no artigo 259.º do Código Civil.

### 5.2.2. *Suitability*

Se o intermediário financeiro for confrontado, em simultâneo, com uma situação de representação e a prestação do serviço de gestão de carteiras ou consultoria para investimento, terá de recolher informações concernentes à situação financeira e aos objetivos de investimento.

Todavia, já não estamos no domínio dos estados subjetivos, mas antes em face de estados objetivos. Nessa medida, as informações relativas à situação financeira e aos objetivos de investimento devem ser aferidos na pessoa do representado, porquanto é na esfera jurídica do representado que se repercutem os efeitos do negócio (artigo 258.º do Código Civil)<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup> Cf. CMVM, *Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, *op. cit.*, resposta à pergunta 21.

<sup>163</sup> Cf. No mesmo sentido, CMVM, *Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, *op. cit.*, resposta à pergunta 20; Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, p. 14; ESMA/2012/387, p. 13.

## 6. O INCUMPRIMENTO DO DEVER DE ADEQUAÇÃO

### 6.1. Incumprimento

Previamente ao estudo da responsabilidade civil e/ou contraordenacional a que o intermediário financeiro está sujeito, importa definir o conceito de incumprimento do dever de adequação. Mas, em primeiro lugar, devemos ter em consideração que a decisão de investir nos mercados financeiros comporta um elevado risco, para o qual se presume que os potenciais clientes estão advertidos. Nesta senda, esta decisão de risco comporta uma consequência: a responsabilidade do cliente pelas decisões que pretende tomar<sup>164</sup>.

Nesta senda, o incumprimento do intermediário financeiro pode suceder quando não é formulado qualquer juízo de adequação (incumprimento total) ou quando o juízo de adequação não foi devidamente fundamentado (cumprimento defeituoso).

No que tange ao incumprimento total, este pode suceder quando o intermediário financeiro não recolhe a informação prevista na legislação aplicável sobre o cliente — o que consubstancia uma violação do princípio *know your customer* — ou a conduta do intermediário financeiro evidencie uma intermediação excessiva (*churning*<sup>165</sup>), isto é, o intermediário financeiro instiga os seus clientes a efetuar operações repetidas sobre instrumentos financeiros ou de as realizar por conta deles, quando tais operações tenham como fim principal a cobrança de comissões — o intermediário financeiro opta por executar de forma faseada ordens de compra e/ou venda de uma quantidade apreciável de valores mobiliários, posto que as comissões que cobra estão indexadas a cada oferta que introduz no sistema de negociação<sup>166</sup> — ou outro objetivo estranho aos interesses do cliente (n.º 1 do artigo 310.º).

---

<sup>164</sup> Cf. BLAIR H. WALLACE, *A Proposal to Refine the Suitability Standard*, op. cit., p. 262.

<sup>165</sup> Cf. ALESSIO M. PACCES, *Financial intermediation in the securities markets* op. cit., p. 490.

<sup>166</sup> Cf. SOFIA LEITE BORGES, *A Regulação Geral do Conflito de Interesses na DMIF*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 68-89. p. 74.

Relativamente ao cumprimento defeituoso, podem aqui ser enquadradas situações como recomendações ou investimentos em instrumentos de elevada complexidade, quando os conhecimentos e a experiência do cliente são notoriamente insuficientes para compreender os riscos inerentes, ou são comercializados instrumentos de cariz especulativo, junto de clientes com poucos recursos financeiros.

Porém, existem situações de fronteira em que o eventual incumprimento do dever de adequação é de difícil julgamento. A título de exemplo, considere-se a hipótese de um contrato de gestão de carteiras em que, mediante a realização do *suitability test*, o intermediário financeiro conclui que o perfil do cliente é conservador, isto é, trata-se de um cliente com pouca apetência para assumir riscos nos seus investimentos. Será que basta o intermediário financeiro realizar um investimento num ativo financeiro considerado de risco para que possamos afirmar, *tout court*, que o dever de adequação não foi cumprido? Da nossa perspetiva, consideramos precipitado concluir que, caso o cliente sofra perdas diretas emergentes do investimento realizado, existe a violação do dever de adequação, visto que existe sempre uma dose de risco em investimentos nos mercados financeiros.

Considerando uma visão mais tradicionalista, a formulação do juízo de adequação assentaria na contraposição do risco do concreto instrumento financeiro com perfis de investimento pré-determinados. Deste modo, estabelecer-se-ia uma hierarquia de investidores, que distam dos mais conservadores aos mais agressivos, tendo ainda de considerar-se a capacidade dos investidores para suportarem potenciais perdas que resultassem dos investimentos realizados.

Apesar disso, a perspetiva aludida não é imune a críticas, nomeadamente porque se fundamenta numa ideia redutora do juízo de adequação a que estão subordinados os intermediários financeiros, quando, na realidade, devem ser perfilhados critérios que permitam delimitar, objetivamente, o padrão de conduta que deve ser observado pelo intermediário financeiro.

Neste sentido, com alicerce nas designadas modernas teorias económicas, tem-se vindo a abonar que na formulação do juízo de adequação não pode aferir-se de modo

isolado o ativo financeiro no qual foi realizado o investimento, mas antes deve ter-se em consideração a totalidade da carteira do cliente e os ativos que a compõem, pois o risco de determinado ativo não será o mesmo se avaliado isoladamente ou inserido num determinado portfólio de investimento<sup>167</sup>.

Em adição, a quantificação dos riscos inerentes a uma determinada recomendação ou tomada de decisão de investimento podem fornecer um critério objetivo, tendo em vista aferir quando é que uma concreta operação é adequada<sup>168</sup>.

Por outro lado, o conceito de objetivo do investimento não pode ser reconduzível apenas à apetência para o risco e à capacidade para suportar as perdas (*ability to bear losses*). Com efeito, importará também ter em consideração as expectativas do cliente relativamente à rentabilidade do investimento, o limite temporal do investimento ou as necessidades de liquidez do investidor.

Aquilo que se tem vindo a preconizar está direcionado para a prestação do serviço de gestão de carteiras ou consultoria para investimento, circunstância em que haverá que avaliar o carácter adequado da operação (*suitability regime*).

Porém, estando em causa avaliar o carácter apropriado da operação (*appropriateness regime*), a avaliação da conduta do intermediário financeiro passa pela caracterização da relação de clientela estabelecida e o grau de confiança que se encontra subjacente, sendo certo que, no limite e caso seja advertido por escrito para o efeito, será sempre admissível que o investidor assuma a responsabilidade pelo investimento entendido como inadequado.

## 6.2. Responsabilidade Civil

Considerando que a relação entre o intermediário financeiro e o investidor se rege por via contratual, a determinação das obrigações dos contratantes e a consequente

---

<sup>167</sup> Cf. RICHARD A. BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification*, op. cit., p. 1605. A propósito, vide, ainda as orientações do CESR (CESR/05-290b), p. 29.

<sup>168</sup> Cf. BLAIR H. WALLACE, *A Proposal to Refine the Suitability Standard*, op. cit., p. 251, que, para o efeito, propõe um fórmula matemática, cujo resultado dará o “*risk quotient*”.

responsabilidade pelo respetivo incumprimento deve ter por fundamento o concreto contrato de intermediação celebrado. Ademais, são nulas as cláusulas que excluam a responsabilidade do intermediário financeiro, que prescrevem dois anos após a data em que o cliente tenha conhecimento da conclusão do negócio e respetivos termos, exceto em caso de dolo ou culpa grave do intermediário financeiro (artigo 324.º)<sup>169</sup>.

Embora as disposições do CVM identifiquem um elenco de normas de conduta que podem não ser acomodadas no contrato de intermediação celebrado entre o intermediário financeiro e o investidor, entendemos que a violação das normas de conduta, de cariz imperativo, acarretará o incumprimento do próprio contrato de intermediação, constituindo-se, por esta via, o intermediário financeiro no dever de indemnizar o investidor pelos danos causados. Note-se, a este propósito, que *“a lei mobiliária portuguesa não configura os deveres respeitantes ao exercício da atividade como meros postulados, mas antes como obrigações em sentido técnico, não sendo necessário que venham a ser vertidas no contrato de intermediação financeira para que se tornem oponíveis entre os intervenientes no tráfego mobiliário”*<sup>170</sup>.

No que tange à responsabilidade civil do intermediário financeiro, é de destacar o disposto no n.º 1 do artigo 304.º-A, profetizando que os *“intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública.”* Em remate, o n.º 2 determina que *“a culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação”*.

Podendo a interpretação literal do teor do artigo 304.º-A ser considerada precipitada e tendo presente a integração no sistema jurídico, a *ratio* da mencionada norma visa incentivar o intermediário financeiro a adotar uma conduta diligente, de

---

<sup>169</sup> Cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários op. cit.*, p. 136.

<sup>170</sup> Cf. GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário, op. cit.*, p. 279.

modo a cumprir os princípios e obrigações que regem a sua atividade, não obstante a colaboração do investidor<sup>171</sup>.

A responsabilidade do intermediário financeiro a que alude o artigo 314.º é uma responsabilidade contratual, cujos pressupostos encontram-se definidos no artigo 798.º do Código Civil<sup>172</sup>.

Neste sentido, tendo em vista delimitar a responsabilidade civil do intermediário financeiro pela violação do dever de adequação e, conseqüentemente, pela obrigação de indemnizar o cliente pelos danos sofridos, importará que estejam verificados os pressupostos da responsabilidade civil, a saber<sup>173</sup>:

- a) Facto voluntário, isto é, um comportamento do devedor inadimplente que, sendo dominável pela vontade, pode revestir a forma de ação ou omissão;
- b) Ilicitude, isto é, um resultado da desconformidade entre a conduta devida — a realização da prestação, reconduzível “aos vetores ético-jurídicos da diligência, lealdade e transparência”<sup>174</sup> — e o comportamento observado pelo intermediário financeiro, que se traduzirá na inexecução da obrigação perante o investidor;
- c) Culpa, isto é, a conduta do devedor inadimplente é censurada pelo facto de não ter adotado a conduta que, em conformidade com determinada norma jurídica, deveria ter adotado. A culpa do intermediário financeiro pode materializar-se em dolo ou negligência. Note-se, a este propósito, que o n.º 2 do artigo 304.º-A introduz uma nova bitola de aferição da culpa que transcende, do ponto de vista da exigência, a do bom pai de família a que alude o n.º 2 do artigo 487.º *ex vi* n.º

---

<sup>171</sup> Cf. FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, *Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 31, (2008), 50-87, p. 77.

<sup>172</sup> Cf. Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 06 de fevereiro de 2014, proferido no âmbito do processo n.º 1970/09.9TVPRT.P1.S1.

<sup>173</sup> Sobre os pressupostos da responsabilidade civil, *vide* GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, *op. cit.*, p. 199.

<sup>174</sup> Cf. *Ibid.*, p. 201.

2 do artigo 799.º, ambos do Código Civil<sup>175</sup>. Importa ainda destacar que a presunção de culpa a que alude o n.º 2 do artigo 304.º-A, que extravasa a regra do artigo 799.º do Código Civil, é igualmente aplicável às situações de responsabilidade pré-contratual, bem como à violação de deveres de informação, independentemente da fonte de onde emergem;

- d) Dano, ou seja, a “supressão ou diminuição de uma situação favorável, reconhecida ou protegida pelo Direito”<sup>176</sup>. Para efeitos de delimitação do dano suscetível de indemnização, o n.º 2 do artigo 566.º do Código Civil consagra a teoria da diferença, nos termos da qual os danos patrimoniais passíveis da obrigação de indemnizar advêm da diferença entre a situação patrimonial atual do lesado e a que teria se não tivesse ocorrido o facto lesivo<sup>177</sup>. Em acréscimo, a indemnização compreenderá não só o prejuízo causado pelo comportamento do intermediário financeiro, como os benefícios que o cliente deixou de obter em consequência da lesão, em conformidade com o que se estatui no n.º 1 do artigo 564.º do Código Civil;
- e) Nexo de causalidade entre o facto e o dano, aferido nos termos do artigo 563.º do Código Civil. Nesta sede, importa atender a duas doutrinas que se formulam em redor da referida norma: a doutrina da causalidade adequada e a doutrina do escopo da norma violada<sup>178</sup>. A primeira circunscreve a indemnização aos danos que provavelmente não teriam sido sofridos pelo cliente se não fosse a violação do seu direito de crédito face ao intermediário financeiro. Por sua vez, a doutrina do escopo da norma violada relata, para efeitos de responsabilidade obrigacional,

---

<sup>175</sup> Para GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, op. cit., p. 210, estabeleceu-se um padrão de “*diligentissimus pater familias*”, visto que para efeitos de definição da forma de conduta negligente, estão em causa cuidados especiais que só pessoas muito prudentes observam.

<sup>176</sup> Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, 2.º Volume: *Direito das Obrigações*, 3.º Tomo, Almedina, (2010), p. 511.

<sup>177</sup> Cf. FILIPPO SARTORI, *L'adeguatezza delle operazioni: regole di azioni e rimedi*, (2004), em <http://www.ilcaso.it> (consultado em 16 de abril de 2015), p. 8; CMVM, *Contraordenações e crimes no mercado de valores mobiliários: o sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, 2.ª Edição, Almedina, (2015), em <http://www.cmvm.pt> (consultado em 18 de janeiro de 2016), p. 15.

<sup>178</sup> A propósito das demais teorias, vide, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, op. cit., p. 531.

que o nexo de causalidade seja determinado mediante a ponderação do objeto do contrato ou da norma legal de onde emana a obrigação violada. A nosso ver, a doutrina da causalidade adequada é (mais) condizente com a amplitude do n.º 1 do artigo 304.º-A, atendendo ao círculo de destinatários da proteção (“qualquer pessoa”) em contraste com o círculo restrito da segunda cláusula de ilicitude do n.º 1 do artigo 483.º do Código Civil. Diríamos, em acréscimo, que a doutrina da causalidade adequada traz como vantagem uma útil operacionalidade na imputação obrigacional<sup>179</sup>.

Note-se que, da articulação do princípio *know your customer* com o disposto no n.º 1 do artigo 314.º, resulta uma obrigação de resultado, não bastando, assim, um cumprimento defeituoso para que o intermediário financeiro esteja exonerado da obrigação<sup>180</sup>.

### 6.3. Responsabilidade Contraordenacional

Não obstante a responsabilidade civil e conseqüente obrigação de indemnizar, o incumprimento do dever de adequação pelo intermediário financeiro é ainda passível de originar responsabilidade contraordenacional<sup>181</sup>.

A responsabilidade contraordenacional do intermediário financeiro é passível de ser traduzida como uma sanção imposta pelo próprio mercado, podendo implicar elevados danos reputacionais<sup>182</sup>.

Em conformidade com o disposto na alínea o) do n.º 2 do artigo 397.º, constitui contraordenação muito grave a violação pelo intermediário financeiro das regras relativas à apreciação do caráter adequado da operação em função do perfil do

---

<sup>179</sup> Cf. GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário*, op. cit., p. 225.

<sup>180</sup> Cf. FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, *Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, op. cit., p. 83.

<sup>181</sup> Sobre o regime anterior, vide FREDERICO DA COSTA PINTO, *Crimes e Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 377-413.

<sup>182</sup> Cf. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *A Construção dos Tipos Contra-ordenacionais no Novo Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 417-429, p. 417.

cliente. Nesta senda, a conduta do intermediário financeiro pode ser sancionada com uma coima entre € 25.000,00 e € 5.000.000,00 (alínea a) do n.º 1 do artigo 388.º), sem prejuízo da possibilidade de serem aplicadas as sanções acessórias a que se reporta o artigo 404.º.

Ao classificar este tipo de ilícito como contraordenação muito grave, o legislador transparece a importância que o bom cumprimento do dever de adequação assumirá no âmbito do exercício das atividades de intermediação financeira.

No que tange aos trâmites processuais, são aplicáveis os procedimentos previstos nos artigos 408.º e seguintes do CVM<sup>183</sup>.

---

<sup>183</sup> Sobre as questões processuais, *vide* HELENA BOLINA, *As Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários: Aspetos Processuais*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 433-447; CMVM, *Contraordenações e crimes no mercado de valores mobiliários*, *op. cit.*, p. 20.

## CONCLUSÃO

Atendendo ao leque de serviços e instrumentos financeiros cada vez mais amplos e complexos, o fundamento da proteção dos investidores está, de forma constante, a justificar-se e a afirmar a sua legitimidade.

O facto das informações a prestar e os procedimentos a adotar pelo intermediário financeiro variarem consoante a natureza do cliente a quem o serviço é prestado visa mitigar as desigualdades informativas e reposição de uma situação de igualdade<sup>184</sup>.

Por conseguinte, a avaliação do carácter adequado da operação assume um papel de destaque para atenuar os desequilíbrios provocados pela disparidade de investidores presentes nos mercados financeiros. Pretende-se, assim, que sejam tomadas decisões de investimento esclarecidas e informadas.

A DMIF aumentou, claramente, o grau de proteção dos investidores. O desafio da DMIF II não é, apenas, reforçar os índices de proteção; o desafio passa, também, por aprimorar as normas de conduta a respeitar pelo intermediário financeiro.

É com enorme expectativa que aguardamos a concretização do que apelidámos de “*adequação do intermediário financeiro*”, pois permitirá — é a nossa real expectativa — aumentar a qualidade do serviço ou das informações prestadas pelo intermediário financeiro, o que acarretará, certamente, decisões de investimento mais informadas e esclarecidas.

Em adição, a identificação do mercado-alvo onde determinado produto financeiro pode ser distribuído tem, implícito, uma avaliação da adequação. Neste sentido, não resistimos em qualificar este dever — que tem inerente o conhecimento do produto financeiro — de “*prévia adequação*”.

O reforço dos procedimentos e das regras relativas ao serviço de consultoria para investimento prestada a investidores não qualificados consubstancia uma importante medida de proteção. Com efeito, para além do cumprimento dos novos deveres de cariz informativo, preconizam-se regras específicas para a prestação deste serviço aos

---

<sup>184</sup> Cf. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, op. cit., p. 46.

investidores não qualificados, tendo em vista, sobretudo, reforçar a adequação das recomendações ao perfil do cliente.

Concluimos referindo que, parece-nos, os problemas de ordem prática — contas coletivas de valores mobiliários e as situações de representação — suscitados pelo cumprimento do dever de adequação são desvalorizados.

Pretende-se, com o presente estudo, realçar a sua importância — e que, no limite, é suscetível de fazer incorrer o intermediário financeiro em responsabilidade (civil e/ou contraordenacional) — e apresentar soluções que se afigurem adequadas.

## BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Volume II, 7.<sup>a</sup> Edição, Coimbra Editora, (2013).

ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, Harvard Law School, (2009).

ARAÚJO, FERNANDO, *Introdução à Economia*, 3.<sup>a</sup> Edição, Almedina, (2005).

ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA, *Os Instrumentos Financeiros*, 2.<sup>a</sup> Edição, Almedina, (2014).

BACKHAUS, JÜRGEN GEORG (editor), *Handbook of the History of Economic Thought: Insights on the Founders of Modern Economics*, Springer, (2012).

BOLINA, HELENA, *As Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários: Aspetos Processuais*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 433-447.

BOOTH, RICHARD A., *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk*, in *The Business Lawyer*, Volume 54, (1999), 1599-1627.

BORGES, SOFIA LEITE, *A Regulação Geral do Conflito de Interesses na DMIF*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 68-89.

CÂMARA, PAULO, *A Regulação baseada em Princípios e a DMIF*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 57-62.

CÂMARA, PAULO, *Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros*, em MARIA FERNANDA PALMA / AUGUSTO SILVA DIAS / PAULO SOUSA MENDES (coordenação), *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, (2009), 299-324.

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, (2009).

CHIRICO, ALESSANDRA, *Suitability and Appropriateness under MIFID: “Faithful watchdogs” or “terrible twins”?*, *European Capital Markets Institute Policy Brief* n.º 9, (2007).

CONNELLY, KATHY, *The Suitability Rule: Should a Private Right of Action Exist?*, in *St. John's Law Review*, Volume 55, (2012), 493-519.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil Português, 2.º Volume: Direito das Obrigações, 3.º Tomo*, Almedina, (2010).

DAVIES, RYAN J., *MiFID and a Changing Competitive Landscape*, (2008), em <http://www.ssrn.com>.

DIAS, CRISTINA SOFIA, *A Propósito da Diretiva de Instrumentos e Mercados Financeiros: Notas Pessoais*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 64-67.

DUARTE, RUI PINTO, *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 352-373.

FIORIO, PAOLO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, (2007), em <http://www.ilcaso.it>.

GAFFURI, LUIGI, *La dell’adeguatezza e dell’appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, (2008), em <http://www.ilcaso.it>.

GARNEL, VERA ULRICH / LEITE, NUNO ROCHA, *Relatório Final do Comité de Sábios da União Europeia sobre o Quadro Normativo dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 10, (2001), 1-13.

GEDICKS, FREDERICK MARK, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, in *Arizona State Law Journal*, n.º 35, 536-588, (2005).

GIÃO, JOÃO SOUSA, *Conflito de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, em *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro — Um Balanço a partir da Crise Financeira*, Almedina, (2010), 215-291.

GOMES, CARLA AMADO, *Risco e Modificação do Ato Autorizativo Concretizador de Deveres de Proteção do Ambiente*, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídico-Políticas, (2007).

GONÇALVES, RENATO, *Nótulas Comparatísticas sobre os Conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 19, (2004), 94-103.

GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA, *Gestão de Carteiras - Deveres de Informação: Anotação à Sentença da 5.ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3.ª Secção, Processo n.º 2261/05.0TVPRT*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, (2008), 147-166.

LABAREDA, JOÃO, *Contributo para o Estudo do Sistema de Controlo e da Função de Cumprimento (“Compliance”)*, (2014), em <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt>.

LEE, KWANGWOOK, *Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID*, (2009), em <http://www.ssrn.com>.

LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *O Contrato de Gestão de Carteiras*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - Ensaios de Homenagem a Amadeu de Ferreira*, n.º 50, Volume I, (2015), 109-121.

LIMA, PIRES DE / VARELA, ANTUNES, *Código Civil Anotado*, Volume I, 4.<sup>a</sup> Edição, Coimbra Editora, (1987).

MARKHAM, JERRY W., *Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb?*, in *Yale Journal on Regulation*, Volume 12, n.º 2, (1995), em <http://www.ssrn.com>.

MARTINS, FAZENDA, *Deveres dos Intermediários Financeiros, em Especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 331-349.

MASCARENHAS, MARIA VAZ DE, *O contrato de gestão de carteiras: Natureza, conteúdo e deveres. Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13 (2002), 109-128.

MATOS, PEDRO VERGA, *A Relação entre Acionistas e os Gestores de Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, (2009), 92-102.

MOLONEY, NIAMH, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, (2010).

MOLONEY, NIAMH, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.<sup>a</sup> Edição, Oxford University Press, (2014).

MUNDHEIM, ROBERT H., *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journal*, 445-480, (1965).

NUNES, FERNANDO CONCEIÇÃO, *Contas Coletivas de Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VI (2006), Coimbra Editora, 275-294.

NUNES, FERNANDO CONCEIÇÃO, *Os Intermediários Financeiros*, em *Revista da Banca*, n.º 45, Associação Portuguesa de Bancos, (1998).

OGANDO, JOSÉ JOÃO DE AVILLES, *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais*, em *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Volume I/II, (2004), em <http://www.oa.pt>.

PACCES, ALESSIO M., *Financial intermediation in the securities markets law and economics of conduct of business regulation*, in *International Review of Law and Economics*, n.º 20, (2000), 479–510.

PINTO, FREDERICO DA COSTA, *Crimes e Contra-Ordenações no Novo Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 377-413.

POSER, NORMAN S., *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, in *Brigham Young University Law Review*, 1493-1571, (2001).

PRICE, ROB, *Conduct of Business Standards - Fair Dealing for Clients*, edited by MATTHEW ELDERFIELD, *A Practitioner's Guide to MiFID: The Markets in Financial Instruments Directive*, Sweet & Maxwell Ltd, (2007), chapter 4.

RECHTSCHAFFEN, ALAN N., *Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution After Crisis*, 2.<sup>a</sup> Edição, Oxford University Press, (2014).

ROCHA, RAFAELA, *Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações*, em *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, (2004), 81-91.

ROCHA, RAFAELA, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira: Apontamentos sobre o Novo Regime*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, (2007), 97-106.

RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, (2001).

SALMANOWITZ, JOHN M., *Broker Investment Recommendations and the Efficient Capital Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend*, in *Stanford Law Review*, Volume 29, n.º 5, (1977), 1077-1114.

SANTOS, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina, 2008.

SARTORI, FILIPPO, *L' adeguatezza delle operazioni: regole di azioni e rimedi*, (2004), em <http://www.ilcaso.it>.

SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de Créditos — Securitization*, 3.ª Edição, Almedina, (2013).

SMITH, DAVID / LEGGET, STEVE, *Client Classification*, edited by CHRIS SKINNER, *The future of investing: in Europe's markets after MiFID*, (2007), 65-74.

SOARES, ANTÓNIO, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, (1999), 133-166.

STECKMAN, LAURENCE A. / CONNER, ROBERT E., *The Unsuitability of the “Suitability Rule”*: Why FINRA’s Current Interpretation of Conduct Rule 2310 Undermines Investor “Holding Claim” Entitlements in Contemporary Markets, in *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Volume II, (2008), 123-141.

TEIXEIRA, FELIPE CANABARRO, *Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 31, (2008), 50-87.

TRIGACHEIRO, CATARINA, *Breve Análise das Orientações Internacionais Relativas à Proteção dos Investidores*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, (2004), 7-21.

VALE, ALEXANDRE LUCENA E, *Informação e Operações sobre Valores Mobiliários*, (2011), em <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt>.

VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, *A Construção dos Tipos Contra-ordenacionais no Novo Código dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000), 417-429.

WALLACE, BLAIR H., *A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Volume I, (2006), 231-270.

### **Relatórios Oficiais**

CESR (CESR/01-014d), *A european regime of investor protection - The harmonization of conduct of business rules*, (2002).

CESR (CESR/02-098b), *A european regime of investor protection - The professional and the counterparty regimes*, (2002).

CESR (CESR/04-562), *CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, (2004).

CESR (CESR/05-290b), *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, (2005).

CESR (CESR/05-291b), *CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on mandates of the first set where the deadline was extended and the second set of mandates: Markets in Financial Instruments Directive*, (2005).

CMVM, *Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Respostas às perguntas mais frequentes*, em <http://www.cmvm.pt>.

CMVM, *O Perfil do Investidor Particular Português*, Estudos CMVM n.º 3/2009, (2009), em <http://www.cmvm.pt>.

CMVM, *Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua Avaliação*, Estudos CMVM n.º 1/2010, (2010), em <http://www.cmvm.pt>.

CMVM, *Relatório anual sobre a atividade da CMVM e sobre os mercados de valores mobiliários*, (2015), em <http://www.cmvm.pt>.

CMVM, *Contraordenações e crimes no mercado de valores mobiliários: o sistema sancionatório, a evolução legislativa e as infrações imputadas*, 2.<sup>a</sup> Edição, Almedina, (2015), em <http://www.cmvm.pt>.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*.

*Communication of the Commission (COM/232)*, (1999).

Entendimento conjunto do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários quanto à delimitação de competências respeitante a produtos financeiros complexos, (2009).

ESMA (ESMA/2012/387), *Orientações relativas a determinados aspetos dos requisitos da DMIF em matéria de adequação*, (2012).

ESMA (ESMA/2012/850), *MiFID Supervisory Briefing: Suitability*, (2012).

ESMA (ESMA/2012/851), *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only*, (2012).

ESMA (ESMA/2014/146), *Opinion: MiFID practices for firms selling complex products*, (2014).

ESMA (ESMA(2014/1569), *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, (2014).

ESMA (ESMA(2015/1783), *Final Report: Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, (2015).

ESMA (ESMA(2015/1886), *Final Report: Guidelines for the assessment of knowledge and competence*, (2015).

FESCO (00-FESCO-A), *Implementation of article 11 of the ISD: categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules*, (2000).

FESCO (00-124-b), *Padrões e regras para a harmonização de normas de conduta relativas à proteção dos investidores*, (2000).

IOSCO, *Report on International Conduct of Business Principles*, (1990).

IOSCO, *Objetivos e Princípios da Regulação dos Valores Mobiliários*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 4, (1999), 287-356.

Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho (COM/2011/0656 — 2011/0298 (COD)), de 20 de outubro de 2011, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.