

Universidade de Lisboa
Faculdade de Direito
Mestrado em Direito e Prática Jurídica
Especialidade de Direito da Empresa
Joana Inês Borges Marquez

Consultoria Robótica

Dissertação orientada pelo Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro

Agradecimentos

Aquando da conclusão do presente estudo, não poderia deixar de expressar o meu eterno agradecimento a todos aqueles que, de uma ou de outra forma, tornaram possível a sua realização.

À minha família, em especial aos meus pais, à Isa e ao Gonçalo, por todo o apoio, pela educação e formação que me proporcionaram e pela dedicação e ajuda que sempre me deram, na vida pessoal e académica.

Ao Vitor, pelo apoio e por toda a ajuda que me deu ao longo da elaboração deste estudo, pela compreensão nas alturas de maior trabalho e por ser o ouvinte atento nos momentos de dúvida e inquietação existentes ao longo deste processo.

À Dr.^a Sofia Leite Borges, pelo apoio, pela disponibilidade e por todos os comentários e sugestões, sempre pertinentes, que me foi transmitindo ao longo da elaboração do presente estudo, sem os quais não teria sido possível concluí-lo nos termos em que atualmente se encontra.

À Dr.^a Jackelini Pinheiro, pela disponibilidade, pelas preciosas sugestões que me foi dando e pela ajuda, sempre pronta, em momentos decisivos deste percurso.

À Dr.^a Raluca Ghiurco, pelo apoio e pelas sugestões dadas durante a elaboração deste estudo.

Às amigas de sempre, Andreia, Beatriz Esteves, Beatriz Freire, Mariana e Raquel, por estarem sempre presentes e por tornarem todo este trabalho mais leve e animado.

Aos restantes amigos e amigas, pelo apoio e companheirismo, bem como pelos contributos que deram ao longo do meu percurso pessoal e académico e, em especial, ao longo da realização do presente estudo.

Ao Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro, pela disponibilidade manifestada na orientação desta dissertação e pelas suas preciosas sugestões.

A todas as restantes pessoas que, de alguma forma, contribuíram para a minha formação e para que o presente estudo pudesse chegar a bom termo, a todos o meu profundo agradecimento.

Resumo

A consultoria robótica tem expressão tanto no setor mobiliário, como nos setores bancário e segurador, mas é no primeiro que esta realidade tem apresentado maiores desenvolvimentos, sendo também quanto a este setor que se têm levantado mais dúvidas, motivo pelo qual o presente estudo lhe é dedicado.

A consultoria prestada no setor mobiliário, que corresponde à consultoria para investimento em instrumentos financeiros, é um serviço de investimento principal, regulado, cuja prestação é atualmente possível através do recurso a inteligência artificial, com pouca ou nenhuma intervenção humana, ou seja, através de consultoria robótica, fruto dos avanços tecnológicos dos últimos anos.

Sendo a prestação de serviços de consultoria para investimento com recurso a inteligência artificial uma realidade recente, várias dúvidas se têm levantado quanto à sua admissibilidade, em concreto, no que nos importa, em face do ordenamento jurídico português e, em especial, no que respeita à possibilidade de cumprimento dos deveres inerentes à prestação do serviço de consultoria para investimento, quando o mesmo seja prestado com recurso a inteligência artificial.

Sem prejuízo de poderem ser identificados alguns riscos relacionados com a prestação do serviço de consultoria para investimento através do recurso a inteligência artificial, esta nova forma de prestação do serviço apresenta também diversas vantagens, sendo ambos analisados no presente estudo.

Além das vantagens apresentadas por esta nova realidade, o seu carácter inovador, relacionado com o desenvolvimento da tecnologia subjacente à prestação do serviço de consultoria para investimento nestes moldes, faz com que este seja um tema atual e cujo estudo se tem tornado cada vez mais relevante. De facto, a inteligência artificial é cada vez mais um tema do dia-a-dia de todos nós, estando, nos dias que correm, bastante longe de ser apenas algo utópico ou hipotético.

O Direito tem de acompanhar a realidade. Sendo a consultoria para investimento prestada com recurso a inteligência artificial, atualmente, uma realidade, o Direito tem de ser chamado a intervir, independentemente de existir ou não um regime jurídico especialmente concebido neste âmbito, sendo este o objeto do nosso estudo, no que respeita, em concreto, ao ordenamento jurídico português.

Palavras-Chave: consultoria; robótica; investimento; financeira; inteligência; artificial; tecnologia.

Abstract

Automation in financial advice is used in the securities sector, in the banking sector and in the insurance and pensions sector, but it has seen greater development in the first sector, and is also within this sector that more questions have been raised, which is why it was chosen for the present study.

Advice provided in the securities sector, which corresponds to investment advice in respect of transactions relating to financial instruments, is a core regulated investment service, which can currently be provided through the use of artificial intelligence, with little or no human interaction, in other words, by automated tools or robo-advisers, which was made possible by technological advances in recent years.

Due to the fact that the provision of investment advice through the use of artificial intelligence is a new reality, several questions have been raised about its admissibility, specifically regarding compliance with Portuguese legal duties for investment advice service provision, when it is provided by automated tools.

Although we can identify some risks related to the provision of investment advice through the use of artificial intelligence, this new way of providing the service have several advantages too, and both are analysed in this study.

In addition to the advantages of this new reality, its innovative character, related to the development of technology which allows the provision of this service under these terms, makes it a current issue, the study of which has become increasingly meaningful. In fact, artificial intelligence is more and more a day-to-day issue for everyone and it is, currently, far from being something utopian or hypothetical.

The law has to follow the reality. As investment advice provided through artificial intelligence is a current reality, law has to be applied, regardless of whether there is or is not a legal framework specifically designed thereunder, which is what is analysed in this study, particularly within the Portuguese legal framework.

Key Words: advice; robo-adviser (robo-advisor); investment; financial; automation; FinTech

Índice

1. Introdução.....	10
2. Conceitos.....	13
2.1. Consultoria Financeira.....	13
2.2. Consultoria Para Investimento.....	13
A. Definição.....	13
B. Características Principais.....	14
C. Testes Aplicáveis à Delimitação do Conceito.....	15
D. Regulamento Delegado (UE) 2017/565.....	16
E. Consultoria para Investimento Independente e Não Independente.....	17
2.3. Consultoria Robótica.....	21
2.4. Consultoria Para Investimento Robótica.....	22
3. Características da Consultoria Robótica.....	24
4. Potenciais Vantagens da Consultoria Para Investimento Robótica.....	25
4.1. Potenciais Vantagens Para os Investidores.....	26
A. Redução dos Custos do Serviço.....	26
B. Maior Acessibilidade Para os Investidores.....	26
C. Incremento da Qualidade do Serviço.....	28
4.2. Potenciais Vantagens Para as Instituições Financeiras.....	30
A. Redução de Custos com o Serviço.....	31
B. Possibilidade de Aumento do Número de Clientes.....	31
C. Incremento da Qualidade do Serviço Prestado.....	32
5. Potenciais Riscos da Consultoria Para Investimento Robótica.....	34
5.1. Potenciais Riscos Para os Investidores.....	34
A. Acesso a Informação Limitada e Incapacidade de Compreensão.....	34
B. Falhas no Funcionamento do Software Utilizado.....	39
C. Utilização Generalizada da Consultoria Para Investimento Robótica.....	43
5.2. Potenciais Riscos Para as Instituições Financeiras.....	45
A. Falhas no Funcionamento das Ferramentas Utilizadas.....	46
B. Repartição de Responsabilidades.....	47
6. Quem Pode Prestar Serviços de Consultoria Para Investimento Robótica.....	49
6.1. Instituições de Crédito.....	52

6.2.	Sociedades Corretoras.....	54
6.3.	Sociedades Financeiras de Corretagem	54
6.4.	Sociedades Gestoras de Patrimónios	54
6.5.	Sociedades de Consultoria para Investimento	55
6.6.	Sociedades Gestoras de Instituições de Investimento Coletivo – Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário	55
6.7.	Sociedades Financeiras de Crédito	56
6.8.	Sociedades de Investimento.....	57
6.9.	Agentes Vinculados das Entidades Anteriormente Referidas	57
6.10.	Consultores Para Investimento Autónomos	59
7.	Regime Jurídico Aplicável	61
8.	Os Deveres Gerais dos Intermediários Financeiros na Consultoria para Investimento Robótica.....	66
8.1.	Os Deveres Gerais de Organização Interna	66
A.	Introdução	66
B.	Controlo Interno.....	67
C.	Conhecimentos e Competências de Colaboradores	69
D.	Segurança da Informação.....	70
E.	Reclamações de Clientes e Comunicação Interna	71
F.	Órgão de Administração	71
G.	Subcontratação.....	72
H.	Compilação das Políticas e dos Procedimentos	72
I.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	72
8.2.	O Dever de Registo e de Conservação de Documentos.....	72
A.	Introdução	72
B.	Registo de Cliente	73
C.	Atualização e Suporte de Conservação	74
D.	Prazo de Conservação	75
E.	Registos Ocasionais	76
F.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	76
8.3.	O Dever de Prevenção e de Gestão de Conflitos de Interesses	77
A.	Introdução	77
B.	Transações Pessoais	78
C.	Remuneração e Avaliação dos Colaboradores.....	78

D.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	79
8.4.	O Dever de Classificação dos Clientes	79
A.	Introdução	79
B.	Categorias de Investidores	79
C.	Atribuição de Maior ou Menor Proteção	81
D.	Comunicação da Classificação Atribuída	82
E.	Impacto da Classificação Atribuída ao Cliente.....	82
F.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	83
8.5.	O Dever de Avaliação da Adequação	83
A.	Introdução	83
B.	Procedimentos Gerais de Avaliação da Adequação	83
C.	Procedimentos Especiais Aplicáveis a Certos Clientes	85
D.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	86
8.6.	O Dever de Informação.....	87
A.	Introdução	87
B.	Conteúdo Geral do Dever de Informação	88
C.	Conteúdo Especial do Dever de Informação na Consultoria para Investimento 88	
D.	Especificidades da Consultoria para Investimento Robótica.....	90
8.7.	O Dever de Segredo	92
A.	Introdução e Conteúdo Geral do Dever de Segredo	92
B.	Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	93
9.	O Dever de Prevenção do Branqueamento de Capitais e do Financiamento do Terrorismo	94
A.	Introdução	94
B.	O Dever de Controlo.....	95
C.	O Dever de Identificação e de Diligência	98
D.	O Dever de Comunicação	99
E.	O Dever de Abstenção	100
F.	O Dever de Recusa	100
G.	O Dever de Conservação	101
H.	O Dever de Exame	101
I.	O Dever de Colaboração.....	101
J.	O Dever de Não Divulgação	102

K. O Dever de Formação	102
L. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica	102
10. O Dever de Proteção de Dados Pessoais	105
A. Introdução	105
B. Fundamento do Tratamento na Consultoria para Investimento Robótica	105
11. Conclusão	108
12. Bibliografia.....	111
13. Outras Referências.....	114

1. Introdução

A temática da consultoria robótica é atual, na medida em que a tecnologia necessária à sua existência foi desenvolvida recentemente. Como acontece frequentemente com as realidades recentes, a consultoria robótica tem levantado diversas dúvidas e questões, tanto no que respeita à sua admissibilidade, como no que respeita ao regime jurídico aplicável, caso seja considerada admissível.

O primeiro consultor robótico foi criado em 2008, em plena crise financeira, com o objetivo de reequilibrar as carteiras de investimento, assumindo uma estratégia essencialmente passiva, de compra e venda de ativos, tendo sido diretamente disponibilizada aos investidores uma tecnologia que já era utilizada pelos consultores humanos, pela *Betterment LLC*¹, que é atualmente a maior entidade prestadora de serviços de consultoria robótica².

Em 2015, uma *startup* chamada *Honest Dollar*, começou a utilizar uma tecnologia que oferecia aconselhamento para investimento de forma automatizada, especificamente dirigida ao pequeno investimento para a reforma, dando aos investidores algumas opções sobre onde poderiam investir o seu dinheiro, tendo sido posteriormente adquirida pela *Goldman Sachs*, em 2016³, reconhecendo o potencial deste modelo de negócio.

Apesar de ser uma realidade tão recente, o interesse dos investidores tem sido exponencial e, em 2017, já eram geridos aproximadamente dezassete mil milhões de

¹ Conferir “A *History of Robo-Advisors*”, em *FutureAdvisor*, 2015, disponível para consulta em <https://www.futureadvisor.com/content/blog/history-of-robo-advisors>, consultado pela última vez a 17 de maio de 2018 e RICHARD FLAX, “*The era of the robo-advisor is upon us*”, em *The Global Treasurer*, 2017, disponível para consulta em <https://www.theglobaltreasurer.com/2017/08/30/the-era-of-the-robo-advisor-is-upon-us/>, consultado pela última vez a 17 de maio de 2018.

² Conferir ANDREW MEOLA, “*Here are the top 15 robo advisors making stock portfolio management easy in 2017*”, em *Business Insider*, 2017, disponível para consulta em <http://www.businessinsider.com/best-robo-advisors-2017-1>, consultado pela última vez a 18 de junho de 2018 e ANDREW MEOLA, “*Betterment Review 2018: Fees, Returns, Investing Services & Competitors*”, em *Business Insider*, 2018, disponível para consulta em <http://www.businessinsider.com/betterment-review#services-provided>, consultado pela última vez a 18 de junho de 2018.

³ Conferir BENJAMIN P. EDWARDS, *The Rise of Automated Investment Advice: Can Robo-Advisers Rescue the Retail Market?*, em 93 *Chicago-Kent Law Review, Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper N.º 2017-14*, 2018, disponível <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4194&context=cklawreview>, consultado pela última vez a 18 de junho de 2018, páginas (pp.) 97 e 98 e LIZ MOYER, “*Goldman Sachs to Buy Honest Dollar, a Small Plan Start-Up*”, em *DealBook Business & Policy*, 2016, disponível para consulta em <https://www.nytimes.com/2016/03/15/business/dealbook/goldman-sachs-to-buy-honest-dollar-a-small-plan-start-up.html>, consultado pela última vez a 18 de junho de 2018.

dólares em ativos com o suporte de consultores robóticos, os quais continuam a aumentar a sua capacidade⁴.

A consultoria robótica insere-se no movimento denominado de tecnologia financeira (*FinTech*)⁵⁻⁶, bem como no movimento de autonomização dos setores laboral e da prestação de serviços⁷.

Pese embora a consultoria robótica esteja presente nos três pilares tradicionais do setor financeiro - a Banca, a Bolsa e os Seguros - é relativamente aos serviços mobiliários que esta realidade se tem vindo a desenvolver de forma mais extensa e metódica⁸, sendo também neste âmbito que têm sido levantados mais entraves à admissibilidade dos consultores robóticos, motivo pelo qual lhe dedicamos o presente estudo, numa tentativa de dar resposta, pelo menos, a algumas das questões relacionadas com a possibilidade de prestação de serviços de consultoria para investimento com recurso a consultores robóticos, sem prejuízo de os serviços disponibilizados poderem extravasar o âmbito da consultoria para investimento⁹, como veremos adiante.

Além de analisar as vantagens e os riscos que pode apresentar a consultoria robótica no setor mobiliário, pretendemos analisar, neste estudo, quais as entidades que podem prestar estes serviços em Portugal, qual o regime jurídico aplicável e se pode ser assegurado, neste âmbito, o cumprimento dos deveres inerentes à prestação de serviços de consultoria para investimento, concluindo assim pela admissibilidade, ou não, da consultoria robótica no setor mobiliário português.

⁴ Conferir BENJAMIN P. EDWARDS, *The Rise of Automated Investment Advice...*, cit., página (p.) 4.

⁵ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial e Consultoria Robótica (*Automation in Financial Advice*)”, em *FinTech Desafios da Tecnologia Financeira*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE (Coord.), Almedina, Coimbra, 2017, p. 203.

⁶ «*FinTech*, acrónimo frequentemente utilizado para designar serviços financeiros e tecnologia, procura referir um amplo universo de inovações tecnológicas com implicações potencialmente transformadoras para o sistema financeiro, os seus intermediários e usuários.» - conferir ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE “*FinTech Portugal*”, in *FinTech Desafios da Tecnologia Financeira*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE (Coord.), Almedina, Coimbra, 2017, p. 5.

⁷ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., pp. 203 e 204.

⁸ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 204; ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper on Automation in Financial Advice*, JC 2015 080, 4 de dezembro de 2015, pp 6 e 7.

⁹ Atualmente, os serviços disponibilizados pelos consultores para investimento robóticos, bem como os modelos de negócio adotados são bastante diferenciados, pese embora tenham em comum a prestação de serviços de consultoria para investimento de forma digital, baseada em algoritmos próprios. Neste sentido, conferir NICOLE G. IANNARONE, “*Computer as Confidant: Digital Investment Advice and The Fiduciary Standard*”, em 93 *Chicago-Kent Law Review* 141, *Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper N.º 2017-14*, 2018, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=3020140>, consultado pela última vez a 18 de junho de 2018, p.149.

Podemos desde já referir que consideramos admissível a consultoria para investimento robótica no setor mobiliário português, nos termos que demonstraremos ao longo do presente estudo.

O presente estudo encontra-se dividido em nove secções principais. A primeira secção é dedicada à clarificação de alguns conceitos essenciais para a correta compreensão do tema em análise.

A segunda secção contém uma análise das características gerais da consultoria robótica.

Na terceira e quarta secções são analisados, respetivamente, as potenciais vantagens e os potenciais riscos representados pela consultoria para investimento robótica, tanto no que respeita aos investidores como às próprias instituições financeiras.

A quinta secção é dedicada à análise das entidades que podem prestar serviços de consultoria para investimento robótica em Portugal.

Na sexta secção é analisado o regime jurídico atualmente aplicável à consultoria para investimento robótica, no ordenamento jurídico português.

Por seu turno, a sétima secção é dedicada ao estudo dos deveres gerais aplicáveis aquando da prestação de serviços de consultoria para investimento robótica. Nesta secção são analisados não apenas os deveres gerais de organização interna das entidades prestadoras deste serviço, mas também os deveres existentes no âmbito da relação destas entidades com os clientes.

A oitava e a nona secções são dedicadas à breve análise do dever de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo e do dever de proteção de dados pessoais, respetivamente, os quais, pese embora não sejam deveres específicos do tipo de entidades que podem prestar serviços de consultoria para investimento robótica, assumem um impacto relevante na atividade destas entidades.

2. Conceitos

A boa compreensão do tema em apreço, obriga à clarificação prévia de alguns conceitos relevantes, o que faremos de seguida.

2.1. Consultoria Financeira

A consultoria financeira é a prestação de um serviço mediante o qual uma pessoa, singular ou coletiva, oferece a sua experiência financeira profissional a pessoas que procuram assistência ou que querem delegar noutra pessoa as suas decisões de investimento¹⁰.

A consultoria financeira pode ser definida como a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa própria, relativamente a transações respeitantes a produtos financeiros, independentemente da sua natureza¹¹.

Neste contexto, a consultoria financeira abrange tanto a consultoria para investimento em instrumentos financeiros, como a consultoria financeira prestada no setor bancário e no setor segurador.

As pessoas que prestam este serviço são designadas de “consultores financeiros”.

2.2. Consultoria Para Investimento

A. Definição

A consultoria para investimento, ou consultoria para investimento em instrumentos financeiros, um serviço de investimento principal, nos termos do disposto no artigo 290.º, n.º 1, alínea f) do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, conforme alterado (doravante “CVM”)¹²,

¹⁰ Ver RENÉ FISCHER e RALF GERHARDT, “*Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice*”, em *20th Australasian Finance & Banking Conference 2007 Paper*, 2007, p. 18, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=1009196>, consultado pela última vez a 9 de junho de 2018.

¹¹ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 212.

¹² Tendo em conta a elevada importância da atualidade da informação constante do presente estudo e da perda de valor e de qualidade que resultariam da sua falta, bem como a iminência de aprovação e de

consiste na prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, a pedido do próprio cliente ou por iniciativa do consultor, relativamente a uma ou mais transações respeitantes a instrumentos financeiros¹³⁻¹⁴.

B. Características Principais

No contexto da definição apresentada *supra*, podemos identificar 3 características principais da consultoria para investimento: (i) implica um conselho de

publicação da legislação de transposição da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (“DMIF II”), a qual deveria estar a vigorar em Portugal desde janeiro de 2018, as referências ao CVM feitas ao longo deste estudo referem-se à versão do CVM constante do Decreto da Assembleia 215/XIII, que procede à alteração das regras de comercialização de produtos financeiros e de organização dos intermediários financeiros e transpõe a DMIF II, a Diretiva (UE) 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016, que altera a DMIF II e a Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, que completa a DMIF II no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários, aprovada em votação final global no passado dia 4 de maio de 2018, a menos que o contrário resulte expressamente das referências feitas.

¹³ Ver o número 1 do artigo 294.º do CVM.

¹⁴ Pese embora na legislação nacional não seja apresentada uma definição do conceito de instrumentos financeiros, como referido em JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.ª edição revista e atualizada, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 24 e 25, pela leitura conjugada dos n.ºs 1 e 2 do artigo 2.º do CVM, podemos concluir que são considerados instrumentos financeiros:

- a) *Os valores mobiliários e as ofertas públicas a estes respeitantes;*
- b) *Os instrumentos do mercado monetário, com exceção dos meios de pagamento;*
- c) *Os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito;*
- d) *Os contratos diferenciais;*
- e) *As opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a:*

- i) *Valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades, licenças de emissão ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira;*
- ii) *Mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes;*
- iii) *Mercadorias, que possam ser objeto de liquidação física, desde que sejam transacionados em mercado regulamentado ou em sistemas de negociação multilateral ou organizado, com exceção dos produtos energéticos grossistas negociados em sistema de negociação organizado que só possam ser liquidados mediante entrega física, conforme definido em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos da referida regulamentação e atos delegados;*
- f) *Quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos definidos na referida regulamentação e atos delegados;*
- g) *Licenças de emissão, nos termos e para os efeitos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril de 2014, do Regulamento (UE) n.º 1031/2010, da Comissão de 12 de novembro de 2010 e da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014.”.*

investimento; (ii) reporta-se a instrumentos financeiros específicos; e (iii) supõe um aconselhamento personalizado¹⁵.

Assim, não basta indicar as vantagens e as desvantagens de um determinado instrumento financeiro para que se verifique a prestação de um serviço de consultoria para investimento, é necessário que se indique concretamente um investimento ao cliente, indicação que tem de ter em conta as características daquela pessoa em concreto, na sua qualidade de investidor potencial ou efetivo, tratando-se, desta forma, de um aconselhamento personalizado¹⁶.

C. Testes Aplicáveis à Delimitação do Conceito

Atendendo aos requisitos aplicáveis à prestação do serviço de consultoria para investimento, à data decorrentes da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho (doravante “DMIF”), o CERS¹⁷ publicou um documento que esmiuçava a definição de consultoria para investimento ao abrigo da referida diretiva¹⁸.

No documento supramencionado, o CERS identificou alguns testes que podem ser aplicados no sentido de delimitar o conceito de consultoria para investimento, os quais consistem em avaliar o seguinte: (i) se o serviço oferecido envolve uma recomendação, não apenas a prestação de informação; (ii) se a recomendação respeita a uma ou mais transações em instrumentos financeiros; (iii) se a recomendação, pelo menos, é apresentada como adequada ou é baseado nas circunstâncias pessoais da pessoa a quem é dada; (iv) se a recomendação não é transmitida exclusivamente através da utilização de canais de distribuição ou ao público; (v) se a recomendação foi dada ao

¹⁵ Conferir PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2016, p. 452 e 453.

¹⁶ Ver PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., p. 452.

¹⁷ *Committee of European Securities Regulators*, o qual corresponde à atual *European Securities and Markets Authority*.

¹⁸ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Understanding the Definition of Advice Under MiFID*, CERS/10-293, de 19 de abril de 2010, disponível para consulta em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf.

cliente na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, ou na qualidade de representante de um investidor efetivo ou potencial¹⁹.

Encontrando-se verificados os vários pontos indicados, relativamente aos quais são apresentados diversos esclarecimentos e aspetos a ter em conta na sua análise, entende o CERS que estamos perante um serviço de consultoria para investimento²⁰.

O documento supramencionado contém ainda alguns esclarecimentos relevantes no que respeita à distinção entre a consultoria para investimento e a consultoria genérica, caracterizada por um aconselhamento que não respeita a um investimento, ou a um conjunto de investimentos, em particular²¹.

D. Regulamento Delegado (UE) 2017/565

O artigo 9.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565²², no seguimento do documento do CERS anteriormente publicado, tratou acima, desenvolveu o tema, esclarecendo que deve entender-se por aconselhamento personalizado uma recomendação feita a uma pessoa na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, ou na sua qualidade de agente de um investidor efetivo ou potencial.

O artigo 9.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 dispõe ainda no sentido de a recomendação dever ser apresentada como adequada para o investidor em questão, ou basear-se na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, devendo constituir uma recomendação feita com vista à tomada de uma das seguintes medidas: (i) comprar, vender, subscrever, trocar, resgatar, deter ou tomar firme um instrumento financeiro específico; ou (ii) exercer ou não qualquer direito conferido por um instrumento financeiro específico no sentido de comprar, de vender, de subscrever, de trocar ou de resgatar um instrumento financeiro.

¹⁹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Understanding the Definition of Advice...*, cit., p. 6.

²⁰ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Understanding the Definition of Advice...*, cit., pp. 6 e ss.

²¹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Understanding the Definition of Advice...*, cit., p. 10.

²² Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, que completa DMIF II no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva.

O mesmo artigo esclarece ainda, à semelhança do que já tinha sido referido pelo CERS, que uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado caso seja emitida exclusivamente para o público²³.

A consultoria genérica é referida na alínea c) do artigo 291.º do CVM, enquanto serviço auxiliar, não estando a sua prestação sujeita a deveres tão exigentes como os que se aplicam à prestação do serviço de consultoria para investimento, motivo pelo qual a distinção entre os dois serviços assume grande relevância.

E. Consultoria para Investimento Independente e Não Independente

Com a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (doravante “DMIF II”), o regime da consultoria para investimento sofreu alterações relevantes, tendo passado a distinguir-se entre a prestação da consultoria para investimento numa base independente e a prestação deste serviço numa base não independente.

A prestação do serviço de consultoria em base independente implica, nos termos do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II, a avaliação, no contexto do serviço prestado, de uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, os quais devem ser suficientemente diversificados quanto ao seu tipo e quanto aos emitentes ou fornecedores, de forma a garantir que os objetivos de investimento do cliente possam ser adequadamente satisfeitos.

Ainda nos termos do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II a gama de instrumentos financeiros avaliados na prestação do serviço de consultoria para investimento em base independente não deve estar limitada a instrumentos financeiros emitidos ou fornecidos pela própria empresa prestadora do serviço de consultoria para investimento ou por entidades com relações estreitas com esta, nem por outras entidades com as quais a empresa prestadora do serviço tenha estreitas relações jurídicas ou económicas, como relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado.

O n.º 1 do artigo 53.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 refere que as empresas que prestam serviços de consultoria para investimento numa base

²³ Conferir o último parágrafo do artigo 9.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

independente têm o dever de definir e de aplicar um processo de seleção para avaliar e comparar uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, em conformidade com o disposto no n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II.

Ainda nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 53.º da Regulamento Delegado (UE) 2017/565, o processo de seleção deverá incluir os seguintes elementos: (i) o número e a variedade de instrumentos financeiros em questão deverão ser proporcionais ao alcance dos serviços de consultoria para investimento oferecidos; (ii) o número e a variedade de instrumentos financeiros em questão deverão ser devidamente representativos dos instrumentos financeiros disponíveis no mercado; (iii) a quantidade de instrumentos financeiros emitidos pela própria empresa que presta o serviço de consultoria para investimento, ou por entidades com ela intimamente ligadas, deverá ser proporcional ao montante total dos instrumentos financeiros em questão; e (iv) os critérios de seleção dos diferentes instrumentos financeiros deverão incluir todos os aspetos relevantes, tais como os riscos, os custos e a complexidade, bem como as características dos clientes da empresa que presta o serviço e deverão assegurar que a seleção dos instrumentos que podem ser recomendados não seja tendenciosa.

O mesmo artigo esclarece ainda que, sempre que não seja possível a comparação de uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, devido ao modelo empresarial ou ao âmbito específico do serviço prestado, a empresa prestadora do serviço de consultoria para investimento em questão não poderá apresentar-se como independente.

Nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 53.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, caso a empresa pretenda prestar serviços de consultoria para investimento numa base independente, que se centre em determinadas categorias ou numa gama específica de instrumentos financeiros, deverá ainda cumprir os seguintes requisitos adicionais: (i) deverá promover-se de modo que se destine apenas a atrair clientes com preferência por essas categorias ou gama de instrumentos financeiros; (ii) deverá exigir que os clientes indiquem que apenas estão interessados em investir na categoria ou gama de instrumentos financeiros especificada; e (iii) antes da prestação do serviço, deverá assegurar que o serviço é apropriado a cada novo cliente, com base no facto de o modelo empresarial da empresa corresponder às necessidades e aos objetivos do cliente em questão, bem como que a gama de instrumentos financeiros é adequada para o cliente, não podendo oferecer os serviços ao cliente caso tal não seja o caso.

Na consultoria para investimento prestada numa base independente, importa ainda ter em consideração a impossibilidade de aceitar ou auferir remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por qualquer terceiro ou por qualquer pessoa que atue em nome de um terceiro, em relação à prestação do serviço aos clientes²⁴.

Fora desta proibição encontram-se apenas as prestações não monetárias não significativas que possam melhorar a qualidade do serviço prestado a um cliente e de dimensão e natureza tais que não se possa considerar que prejudicam a obrigação da empresa de investimento de agir no melhor interesse do cliente, desde que sejam claramente comunicadas ao cliente em questão²⁵.

Sempre que, por qualquer motivo, não se encontrem verificados os requisitos exigidos para a prestação do serviço de consultoria para investimento numa base independente, estaremos perante a prestação do serviço numa base não independente²⁶.

No âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento numa base não independente, pese embora a regra geral seja a de não oferecer a terceiros, nem deles receber, qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário, relativamente à prestação de um serviço de intermediação financeira ao cliente, é permitida a receção de certas remunerações, comissões ou prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por um terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro, desde que cumpridos os seguintes requisitos cumulativos²⁷:

- a) A existência, a natureza e o montante da remuneração, da comissão ou do benefício não monetário, ou, se o montante não puder ser determinado, o seu método de cálculo, sejam divulgados ao cliente de modo completo, verdadeiro e claro, antes da prestação da atividade de intermediação financeira em causa; e
- b) O pagamento da remuneração ou da comissão, ou a concessão do benefício não monetário, reforcem a qualidade da atividade prestada ao cliente; e

²⁴ Conferir os n.ºs 1 e 2 do artigo 313.º-B do CVM.

²⁵ Conferir o disposto nos n.ºs 3 a 5 do artigo 313.º-B do CVM. O n.º 3 do artigo 313.º-B do CVM contém um elenco dos benefícios não monetários não significativos que podem ser recebidos.

²⁶ Ver n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II *a contrario*, bem como o n.º 1 e o n.º 7 *a contrario* do artigo 294.º do CVM.

²⁷ Conferir o disposto nos artigos 313.º e 313.º-A do CVM, nos quais os requisitos aplicáveis se encontram elencados e desenvolvidos.

- c) O pagamento da remuneração ou da comissão, ou a concessão do benefício não monetário, não prejudiquem o respeito pelo dever de atuar no sentido da proteção dos legítimos interesses do cliente; e
- d) O pagamento da remuneração ou da comissão, ou a concessão do benefício não monetário, não influencie ou distorça indevidamente a prestação dos serviços relevantes ao cliente.

No âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento numa base não independente, é ainda permitido receber (i) remunerações adequadas, tais como custos de custódia, comissões de compensação e de troca, taxas obrigatórias ou despesas de contencioso, quando este pagamento possibilite ou seja necessário para a prestação da atividade e, pela sua própria natureza, não seja suscetível de originar conflitos com o dever de atuar de forma honesta, equitativa e profissional, no sentido da proteção dos legítimos interesses do cliente e (ii) os benefícios não monetários não significativos aceitáveis acima referidos.

Admite-se a possibilidade de prestação simultânea de serviços de consultoria para investimento em base independente e em base não independente, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 53º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, pese embora seja necessário o cumprimento de uma série de requisitos adicionais, os quais consistem no seguinte:

- a) Informação dos clientes sobre se a consultoria para investimento será prestada numa base independente ou não independente, com suficiente antecedência antes da prestação dos serviços;
- b) Apresentação da empresa que presta o serviço de consultoria para investimento como independente, apenas no que diz respeito aos serviços para os quais presta consultoria para investimento numa base independente;
- c) Disposição, pela empresa que presta o serviço de consultoria para investimento, de requisitos organizativos e de controlos adequados para garantir que os dois tipos de serviços de consultoria e os respetivos consultores estão claramente separados entre si, bem como que os clientes não são suscetíveis de serem confundidos sobre o tipo de consultoria que recebem, recebendo o tipo de consultoria que é apropriado para si, devendo ainda assegurar que os serviços de consultoria para investimento numa base

independente e numa base não independente não sejam prestados em simultâneo por uma mesma pessoa singular.

2.3. Consultoria Robótica

A expressão “consultoria robótica”, ou “consultoria financeira robótica”, é usada relativamente a diversas realidades, estando presente não apenas no que respeita à consultoria financeira prestada no setor mobiliário, objeto do presente estudo, mas também na consultoria financeira no setor bancário e no setor segurador²⁸.

No que se refere ao setor bancário, a consultoria robótica diz respeito à utilização de diversas ferramentas automatizadas na consultoria financeira, incluindo *websites* comparativos, os quais comparam produtos oferecidos por diversas instituições de crédito, bem como *websites* que disponibilizam informação sobre produtos específicos e que ajudam os consumidores a escolher entre diversos produtos, utilizando simuladores e calculadoras²⁹.

A utilização deste tipo de ferramentas pode permitir que os consumidores finalizem uma compra de certo produto ou um contrato, mas também pode desempenhar o papel de um intermediário, dando recomendações ao consumidor dos seus serviços e ajudando-o a entrar em contacto com a instituição de crédito que disponibiliza os produtos ou os serviços em questão³⁰.

Por seu turno, relativamente ao setor mobiliário, no qual o fenómeno se encontra mais desenvolvido, a consultoria robótica permite que os clientes recebam aconselhamento relativamente ao seu investimento em instrumentos financeiros, com pouca ou nenhuma intervenção humana³¹⁻³².

²⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 6 e 7.

²⁹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 6.

³⁰ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 6.

³¹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 6 e 7.

³² Importa notar que atualmente os consultores robóticos não são apenas utilizados na prestação de serviços de consultoria para investimento robótico e, eventualmente, de serviços de receção e de transmissão ou de execução de ordens, de forma a assegurar um processo de investimento completo, mas também do serviço de gestão de carteiras por conta de outrem. Para mais informação sobre este tema conferir JAE YEON PARK, JAE PIL RYU e HYUN JOON SHIN, “*Robo-Advisors for Portfolio Management*”, em *Advanced Science and Technology Letters*, Vol. 141, 2016, pp. 104-108, consultado pela última vez a 28 de junho de 2018 em http://onlinepresent.org/proceedings/vol141_2016/21.pdf. Neste contexto, a ESMA define a consultoria robótica como a prestação de um serviço de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, para efeitos de aplicação das suas *Guidelines on Certain Aspects of The MiFID II Suitability Requirements* (ESMA35-43-869), 28 de maio de 2018.

Estamos, neste caso, a falar da consultoria para investimento robótica, ou seja um aconselhamento personalizado prestado a um cliente, relativamente a uma ou mais transações em instrumentos financeiros, através de ferramentas automatizadas³³.

Finalmente, no que respeita ao setor segurador, a consultoria robótica envolve a utilização de algoritmos na seleção de produtos de investimento para a reforma, permitindo também a aquisição de produtos *online*, sendo possível obter recomendações automatizadas elaboradas com base em mecanismos de cálculo, ou em algoritmos, após o preenchimento de questionários personalizados³⁴.

A consultoria financeira robótica é uma realidade recente e, por esse motivo, o conceito que subjaz a esta realidade encontra-se ainda a ser desenvolvido em termos práticos³⁵, pelas entidades que criaram e que desenvolvem esta nova realidade.

Sem prejuízo, podemos já identificar a possibilidade de utilização do conceito em diversas aceções: aceção amplíssima; aceção ampla; e aceção restrita³⁶.

Numa aceção amplíssima, a consultoria financeira robótica abrange toda a consultoria financeira desenvolvida com recurso a serviços tecnológicos, realidade bastante comum nos dias que correm³⁷.

Por seu turno, numa aceção ampla, a consultoria robótica corresponde a uma consultoria financeira automática, com intervenção humana reduzida e relativa apenas a algumas fases do processo de investimento, à qual os investidores podem aceder diretamente³⁸.

Finalmente, numa aceção restrita, a consultoria financeira robótica corresponde a uma consultoria financeira automática, à qual os investidores podem aceder diretamente, sem qualquer tipo de intervenção humana³⁹.

2.4. Consultoria Para Investimento Robótica

³³ Conferir MEGAN JI, “*Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under The Investment Advisers Act of 1940*”, em *Columbia Law Review*, Vol. 117, N.º 6, 2017, pp. 1557 a 1559, consultado pela última vez a 28 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=3036722>.

³⁴ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 7.

³⁵ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

³⁶ Ver A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

³⁷ Ver A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

³⁸ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

³⁹ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

Como referimos acima, a consultoria para investimento robótica, corresponde a um aconselhamento personalizado prestado a um cliente, relativamente a uma ou mais transações em instrumentos financeiros, através de ferramentas automatizadas.

Não releva nesta sede a utilização do conceito de consultoria financeira robótica na sua aceção amplíssima, acima referido, tendo em conta que este conceito acabaria por corresponder a toda a consultoria financeira prestada atualmente⁴⁰, pelo que o objeto da nossa análise se circunscreverá às duas últimas aceções supramencionadas.

Pese embora o serviço de investimento prestado neste âmbito continue a ser a consultoria para investimento⁴¹, utilizaremos ao longo do presente trabalho a expressão “consultoria para investimento robótica” de forma a distinguir a prestação do serviço de consultoria para investimento através do recurso a ferramentas automatizadas, com pouca ou nenhuma intervenção humana, em face da prestação do mesmo serviço nos moldes tradicionais, com intervenção maioritariamente humana.

⁴⁰ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

⁴¹ Consultar o ponto 2.2. *supra* para mais informação sobre o conceito de consultoria para investimento.

3. Características da Consultoria Robótica

No seguimento do que ficou dito acerca do conceito de “consultoria robótica”⁴², é possível identificar desde já algumas características típicas da consultoria robótica como hoje a conhecemos: (i) consultoria financeira; (ii) automática; (iii) acedida diretamente pelos investidores, com pouca ou nenhuma intervenção humana⁴³.

Em primeiro lugar, a consultoria robótica diz respeito à prestação de consultoria financeira, cujo conceito melhor se explicou acima.

Em segundo lugar, a consultoria robótica implica a prestação da consultoria financeira de forma automática, com recurso a plataformas disponibilizadas online, a programas de computador e a algoritmos que permitem conferir aos dados indicados pelo investidor um certo resultado em termos de aconselhamento.

Em terceiro lugar e no seguimento da característica enumerada no parágrafo anterior, a consultoria robótica implica um acesso direto pelo investidor, com pouca ou nenhuma intervenção humana.

Ou seja, o investidor pode aceder diretamente a um sítio na Internet, responder a uma série de questões que lhe são colocadas, obter um aconselhamento personalizado relativamente ao investimento que melhor se adapta ao seu perfil e, por vezes, inclusivamente, adquirir o produto que lhe foi recomendado⁴⁴, podendo não chegar sequer a contactar com qualquer outra pessoa durante este processo de investimento⁴⁵.

A utilização das novas tecnologias na prestação de serviços financeiros, bem como o recurso a modelos algorítmicos, não constitui uma novidade da consultoria robótica. Antes pelo contrário, a utilização deste tipo de ferramentas é uma prática habitual nos dias que correm, motivo pelo qual a verdadeira inovação da consultoria robótica acaba por ser a ausência de intervenção de um intermediário humano, uma vez que o investidor pode passar a aceder diretamente a esse tipo de ferramentas⁴⁶.

⁴² Ver o ponto 2.3 *supra*.

⁴³ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 205.

⁴⁴ Quando o investidor possa adquirir o produto recomendado através do mesmo *software*, o serviço prestado extravasa o âmbito da consultoria para investimento robótica, tratada no presente estudo, tendo de ser cumpridos os requisitos exigidos no âmbito dos demais serviços prestados.

⁴⁵ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 206.

⁴⁶ Ver A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 206.

4. Potenciais Vantagens da Consultoria Para Investimento Robótica

No *Discussion Paper* publicado pelas Autoridades Europeias de Supervisão⁴⁷ a 4 de dezembro de 2015⁴⁸, foram destacadas algumas potenciais vantagens da consultoria robótica, no que respeita à consultoria financeira em geral e, portanto, também à consultoria para investimento, pressupondo que as ferramentas que permitem a automatização do serviço são tecnologicamente robustas e que servem os propósitos para os quais foram criadas⁴⁹.

Na sequência do documento supramencionado, foram publicadas as conclusões preliminares das Autoridades Europeias de Supervisão, a 16 de dezembro de 2016, nos termos das quais as referidas Autoridades vieram referir que, sem prejuízo da exatidão das potenciais vantagens que tinham apresentado, as mesmas poderiam, à data, ainda não se encontrar totalmente realizadas, bem como que poderiam encontrar-se sujeitas a algumas ressalvas adicionais, atendendo ao estado ainda inicial de desenvolvimento do fenómeno da consultoria robótica⁵⁰.

Pese embora a referida conclusão não seja totalmente esclarecedora, a verdade é que não seria possível, no estado de desenvolvimento em que a realidade sob análise se encontra, identificar com um elevado grau de certeza as vantagens resultantes da prestação do serviço de consultoria financeira através da utilização de ferramentas automatizadas, uma vez que só com o desenvolvimento prático desta realidade será possível confirmar se as potenciais vantagens enumeradas se transformarão, ou não, em vantagens efetivas deste novo meio de prestação dos tradicionais serviços de consultoria financeira e, em especial, de consultoria para investimento em instrumentos financeiros.

Tendo em conta tudo o que ficou dito acima, passaremos a analisar as diversas vantagens potenciais que podem ser imputadas à consultoria para investimento robótica, em face da consultoria para investimento prestada pelos meios tradicionais, atendendo ao que conhecemos desta realidade no estado de desenvolvimento em que a mesma atualmente se encontra.

⁴⁷ *European Supervisory Authorities* (“ESAs”), designação que se refere às seguintes entidades: *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”); *European Banking Authority* (“EBA”); e *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (“EIOPA”).

⁴⁸ Trata-se do documento acima citado: ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper on Automation in Financial Advice*, JC 2015 080, 4 de dezembro de 2015.

⁴⁹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁵⁰ ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation in Financial Advice*, 16 de dezembro de 2016, p. 9.

4.1. Potenciais Vantagens Para os Investidores

As potenciais vantagens destacadas pelas Autoridades Europeias de Supervisão do ponto de vista dos investidores prendem-se com os seguintes aspetos: (i) a redução dos custos do serviço; (ii) a maior acessibilidade para os investidores; e (iii) o incremento da qualidade do serviço⁵¹.

A. Redução dos Custos do Serviço

No que respeita à redução dos custos, é referido pelas Autoridades Europeias de Supervisão que a prestação dos serviços em causa através de meios automatizados apresentaria uma redução de custos em face da prestação dos mesmos serviços por consultores humanos⁵²⁻⁵³.

Tendendo a verificar-se a vantagem acima referida, não podemos, no entanto, esquecer que o recente aparecimento da prestação dos serviços de consultoria para investimento robótica pode constituir um motivo justificativo para a redução dos custos para os investidores, numa tentativa de atrair um maior número de investidores para este serviço, que é uma novidade no mercado⁵⁴.

Neste contexto, apenas numa fase de maior desenvolvimento da prestação de serviços de consultoria para investimento robótica poderemos confirmar se a redução de custos se manterá ou se, pelo contrário, está apenas a ser utilizada numa fase inicial, como um meio de atração de clientes para este novo serviço.

B. Maior Acessibilidade Para os Investidores

Quanto à maior acessibilidade para os investidores, as Autoridades Europeias de Supervisão referem: (i) a possibilidade de acesso por um maior número de investidores; (ii) a possibilidade de acesso a um maior número de prestadores de serviços; e (iii) a

⁵¹ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁵² Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁵³ Também neste sentido, conferir *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), *Investor Bulletin: Robo-Advisers*, 23 de fevereiro de 2017, consultado pela última vez a 23 de maio de 2018 em <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin- robo-advisers>.

⁵⁴ Neste sentido, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 208.

possibilidade de obtenção de aconselhamento de uma forma mais rápida, mais fácil e sem consumo de tempo⁵⁵.

A possibilidade de acesso aos serviços de consultoria para investimento robótica por um maior número de investidores, em comparação com aqueles que podem aceder ao serviço de consultoria para investimento prestado nos moldes tradicionais, resulta do facto de os investidores tenderem, em termos gerais, a sentir-se mais confiantes ao aceder a um serviço através do seu computador pessoal, do que a terem de contactar uma pessoa que lhes preste esse mesmo serviço⁵⁶.

A maior confiança dos investidores no acesso ao serviço de consultoria para investimento sem ter de contactar uma pessoa que lhes preste esse serviço, pode resultar de diversos fatores, entre os quais o receio de não ter riqueza suficiente para contactar um consultor financeiro, o receio de o consultor contactado não ser suficientemente objetivo, ou até a falta de experiência no acesso a este tipo de serviços através de um consultor humano, associada à ideia de que esse tipo de acesso teria um custo mais elevado e consumiria mais tempo, quando comparado com o acesso ao mesmo tipo de serviço por meio da consultoria robótica⁵⁷.

No fundo, a ideia geral de possibilidade de acesso por um maior número de pessoas, no contexto do que acima ficou dito, também se relaciona com a cada vez maior utilização dos serviços *online* pelas novas gerações, as quais cada vez mais evitam deslocar-se a um espaço físico para obter a prestação de um qualquer serviço.

À semelhança do que já se verificou noutro tipo de setores, também o setor financeiro está a sofrer uma revolução nos dias que correm, num movimento encabeçado pelos *Millennials*, conceito utilizado, em geral, para abarcar as pessoas nascidas entre 1981 e 2000⁵⁸, uma geração que cresceu rodeada das mais variadas tecnologias e que não gosta de se deslocar aos balcões dos bancos, ou a qualquer outro local, para realizar uma compra ou para obter um serviço.

⁵⁵ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 16 e 17.

⁵⁶ Neste sentido, ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁵⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁵⁸ Esta é a delimitação temporal utilizada no estudo “*The Millennial Disruption Index*”, cuja página oficial da Internet se encontra desativada, mas cujos dados são referidos em diversas outras páginas, como por exemplo <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/08/millennials.pdf> e <https://www.linkedin.com/pulse/millennial-disruption-index-future-banking-elizabeth-heywood>, consultados a 8 de março de 2018. Sem prejuízo, esta delimitação temporal não é unânime, sendo por vezes a geração dos *Millennials* reportada, por exemplo, às pessoas nascidas no período compreendido entre 1981 e 1996: neste sentido, por exemplo, a publicação do *Pew Research Center* sobre o tema, consultada a 8 de março de 2018 em <http://www.pewresearch.org/topics/millennials/>.

Atualmente a maioria dos clientes bancários, uma maioria bastante larga se considerarmos apenas os clientes *Millennials*, utiliza páginas na Internet, ou até aplicações nos seus *smartphones*, as quais já são utilizadas de modo preferencial por estes últimos, para consultar os saldos das suas contas bancárias, realizar pagamentos, efetuar compras, fazer transferências de dinheiro, para aceder ao mais variado tipo de serviços e para realizar todas as suas operações bancárias⁵⁹.

Neste contexto, o acesso por um maior número de investidores à consultoria para investimento robótica, quando comparado com o acesso ao serviço de consultoria para investimento prestado pelos meios tradicionais, verificar-se-á com elevada probabilidade, não apenas pela maior facilidade e rapidez de acesso, mas também pela efetiva preferência das novas gerações pelos serviços disponibilizados através de ferramentas tecnológicas.

A possibilidade de os investidores acederem a um maior número de prestadores de serviços verifica-se, sobretudo, pela disponibilização dos serviços *online*, o que facilita o acesso a prestadores de serviços mais distantes, incluindo a prestadores de serviços localizados num país diferente do investidor⁶⁰, pese embora as diferenças nacionais, designadamente as que resultam da aplicabilidade de legislação diferenciada, possam colocar alguns obstáculos a esta última possibilidade⁶¹.

Por seu turno, a possibilidade de obtenção de aconselhamento de uma forma mais rápida, mais fácil e sem consumo de tempo prende-se com a disponibilização do serviço a qualquer momento, a possibilidade de acesso de qualquer lugar e a disponibilização de informação mais facilmente compreensível⁶².

C. Incremento da Qualidade do Serviço

No que respeita ao incremento da qualidade do serviço, as Autoridades Europeias de Supervisão destacam três aspetos vantajosos da consultoria para

⁵⁹ Conferir: “O Futuro chegou ao seu banco e é digital”, *Observador*, 10 de janeiro de 2018, consultado a 8 de março de 2018 em <http://observador.pt/2018/01/10/o-futuro-chegou-ao-seu-banco-e-e-digital/>; BRUNO MOURÃO, “O *smartphone* é cada vez mais o 'banco' dos portugueses. Eis porquê”, *Economia ao Minuto*, 23 de setembro de 2017, consultado a 8 de março de 2018 em <https://www.noticiasao minuto.com/economia/869185/o-smartphone-e-cada-vez-mais-o-banco-dos-portugueses-eis-porque>; “*The Millennial Disruption Index*”, consultado a 8 de março de 2018 em <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/08/millennials.pdf>.

⁶⁰ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 16.

⁶¹ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 9.

⁶² Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

investimento robótica, em comparação com a consultoria para investimento tradicional: (i) a receção de um aconselhamento mais consistente; (ii) a obtenção de um aconselhamento baseado na informação mais atualizada do mercado; e (iii) a maior facilidade de manutenção de um registo do aconselhamento.

A consultoria para investimento robótica pode resultar na prestação de um aconselhamento mais consistente, mais preciso, em comparação com a consultoria para investimento tradicional, uma vez que um algoritmo corretamente desenvolvido, tecnologicamente robusto, tenderá a ser mais preciso do que o cérebro humano, tanto no que respeita ao desempenho de processos complexos e repetitivos, como no que respeita à capacidade de fazer previsões⁶³.

A consultoria robótica permite o afastamento do erro humano e de preconceitos, possibilitando a prestação de um aconselhamento similar, mais igualitário, para todos os consumidores que apresentem características similares⁶⁴.

O afastamento do erro humano e de possíveis preconceitos, conjugado com a possibilidade de acesso a um maior número de prestadores de serviços, independentemente da sua localização, leva à eliminação da dificuldade em encontrar um consultor devidamente qualificado e correto, que se pode verificar quando pensamos na consultoria para investimento tradicional⁶⁵.

A consultoria robótica pode ainda levar a uma tomada de decisão mais livre e objetiva, uma vez que conduz ao afastamento de pressões resultantes de eventuais relações pessoais com o consultor que prestaria o serviço nos moldes tradicionais⁶⁶.

A consultoria robótica permite também a obtenção de um aconselhamento baseado na informação mais atualizada do mercado, uma vez que as ferramentas tecnológicas utilizadas estão preparadas para processar rapidamente um grande volume de dados complexos, motivo pelo qual se encontram aptas para reavaliar continuamente o aconselhamento prestado, em face dos dados mais atualizados do mercado, sendo possível, nesta medida, ter sempre em conta os dados mais recentes disponíveis, o que dificilmente acontece, pelo menos com a mesma rapidez, se considerarmos a prestação do serviço por um consultor humano⁶⁷.

⁶³ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

⁶⁴ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

⁶⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

⁶⁶ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

⁶⁷ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

Sem prejuízo, quanto à possibilidade de obtenção de um aconselhamento mais consistente e baseado na informação mais atualizada do mercado, não podemos esquecer que nem toda a consultoria robótica é prestada sem intervenção humana, sendo até mais comum a prestação deste serviço com intervenção humana, pese embora diminuta, pelo que pode ser demasiado simplista fazer uma comparação entre a capacidade de processamento de informação e de obtenção de respostas entre um consultor humano e um modelo algorítmico⁶⁸.

Importa ainda notar, por um lado, que também na prestação do serviço por consultores humanos existe a possibilidade de recorrer a ferramentas tecnológicas no processo de aconselhamento, podendo, assim, atender aos dados mais atualizados e obter um resultado mais consistente, mesmo sem que os consultores humanos precisem de ter uma capacidade de atualização de informação tão rápida como os programas automatizados, bem como, por outro lado, que os algoritmos responsáveis pelo processamento dos dados e pelo aconselhamento obtido no âmbito do serviço de consultoria para investimento robótica, não deixam de ser criações humanas, motivo pelo qual existe a possibilidade de refletirem as conceções dos seus criadores⁶⁹.

Finalmente, a consultoria robótica permite uma maior facilidade de manutenção de um registo do aconselhamento prestado, uma vez que a utilização deste tipo de ferramentas possibilita que os investidores obtenham e guardem, de forma mais simples, os detalhes das várias etapas da prestação do serviço de consultoria para investimento, bem como das transações realizadas⁷⁰.

4.2. Potenciais Vantagens Para as Instituições Financeiras

As potenciais vantagens para as instituições que optem pela prestação do serviço de consultoria para investimento robótica, quando comparado com a prestação do serviço de consultoria para investimento nos moldes tradicionais, analisadas com mais detalhe de seguida, podem respeitar ao seguinte: (i) a redução de custos com o serviço; (ii) a possibilidade de aumento do número de clientes; e (iii) o incremento da qualidade do serviço prestado⁷¹.

⁶⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 9.

⁶⁹ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 208.

⁷⁰ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 17.

⁷¹ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

A. Redução de Custos com o Serviço

A prestação do serviço de consultoria para investimento robótica implica, regra geral, custos mais baixos do que a prestação do serviço nos moldes tradicionais, uma vez que este serviço não implica a contratação de consultores humanos e afasta a possibilidade de incorrer em custos devido a erros humanos⁷².

Sem prejuízo, não podemos deixar de referir que esta vantagem apenas se verifica após o momento de investimento inicial, que pode implicar montantes avultados, sendo necessário um período de tempo, mais ou menos elevado consoante o volume de aconselhamento prestado, para recuperar esse investimento, momento a partir do qual o custo marginal de cada novo aconselhamento passa a ser relativamente diminuto⁷³.

Do mesmo modo, existem sempre os custos de manutenção deste tipo de serviço, que não podem ser desconsiderados, pese embora os mesmos se diluam à medida que o volume de aconselhamento prestado aumente⁷⁴.

B. Possibilidade de Aumento do Número de Clientes

Da mesma forma que a consultoria para investimento robótica permite aos investidores o acesso a um maior número de prestadores deste serviço, quando comparada com a consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais, também as empresas que prestam o serviço têm a possibilidade de expandir o seu número de clientes.

Esta possibilidade de aumento do número de clientes verifica-se não apenas pela eliminação das barreiras geográficas, possibilitada pela prestação de um serviço *online* e, portanto, acessível a partir de qualquer local, mas também porque a possibilidade de acesso à consultoria para investimento através de um computador pessoal, ou até de um *smartphone*, atrai novas categorias de clientes, que preferem esta forma de acesso ao serviço, em vez de um contacto pessoal ou telefónico com um consultor humano⁷⁵.

⁷² Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

⁷³ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

⁷⁴ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 209.

⁷⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

Quanto a esta questão, veja-se o que acima⁷⁶ ficou dito sobre as novas gerações, que, muito devido ao contexto em que cresceram, rodeados por novas tecnologias, preferem fazer compras e aceder a serviços através da Internet ou de aplicações nos seus *smartphones*, ao invés de se deslocarem a espaços físicos para obter os mesmos produtos ou serviços, onde na maioria das vezes não têm sequer uma opção de escolha tão ampla e diversificada à sua disposição.

Sem prejuízo, também não podemos esquecer a situação contrária, ou seja, a opção de uma instituição pela prestação exclusiva do serviço de consultoria para investimento robótica, excluindo a prestação do serviço por consultores humanos, pode levar a um afastamento de todos os investidores que se sintam menos confortáveis com as novas tecnologias⁷⁷.

C. Incremento da Qualidade do Serviço Prestado

Tal como os investidores beneficiam do incremento da qualidade do aconselhamento recebido através da consultoria para investimento robótica, quando comparada com a consultoria para investimento tradicional, também as instituições prestadoras destes serviços retiram vantagens deste incremento qualitativo.

De facto, as instituições que prestam o serviço de consultoria para investimento robótica têm a possibilidade de prestar um serviço mais harmonizado, em comparação com a prestação do serviço nos moldes tradicionais, uma vez que as ferramentas utilizadas permitem o afastamento de potenciais diferenças devido a interpretações humanas distintas de dados idênticos⁷⁸.

Do mesmo modo, também a possibilidade de maior atualização da informação considerada e de uma constante reavaliação dos dados disponíveis, bem como do aconselhamento prestado, possibilitam o incremento da qualidade do serviço prestado⁷⁹.

Também o controlo do serviço prestado, no âmbito da consultoria para investimento robótica, acaba por ficar facilitado, quando comparado com o controlo do serviço prestado nos moldes tradicionais, uma vez que é mais simples monitorizar o que é feito por este tipo de programas do que por um consultor humano, sendo também mais

⁷⁶ Ver *supra* 4.1.

⁷⁷ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 209.

⁷⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

⁷⁹ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

fácil, posteriormente à prestação do aconselhamento, avaliar as decisões tomadas por um consultor robótico do que por um consultor humano⁸⁰.

Ainda no âmbito da maior facilidade de controlo do serviço prestado, ficará facilitada a manutenção de registos dos serviços prestados pelas instituições, uma vez que as ferramentas tecnológicas utilizadas na prestação do serviço de consultoria para investimento robótica permitem que sejam gerados registos automáticos dos processos envolvidos na consultoria para investimento, ou seja, da informação considerada, das decisões tomadas e do aconselhamento prestado ao investidor⁸¹.

O maior controlo do serviço prestado possibilita o incremento qualitativo do serviço porque, apenas identificando o que possa estar menos bem no serviço prestado, é possível conceber formas de melhorar esses aspetos, melhorando o serviço disponibilizado aos clientes.

O incremento da qualidade do serviço também representa vantagens para as instituições que o prestam na medida em que este incremento pode levar a um retorno à vantagem analisada no ponto anterior, ou seja, a um aumento do número de clientes, uma vez que a prestação de um serviço de maior qualidade será certamente mais atrativa para os investidores.

Sem prejuízo, à semelhança do que acima dissemos quanto às vantagens da consultoria robótica para os investidores, o incremento qualitativo do serviço ficará dependente da qualidade e da robustez das ferramentas tecnológicas implementadas, as quais poderão sempre refletir as conceções dos humanos que as desenvolveram⁸².

⁸⁰ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 19.

⁸¹ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 20.

⁸² Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 209.

5. Potenciais Riscos da Consultoria Para Investimento Robótica

Pese embora as potenciais vantagens da consultoria para investimento robótica que acabámos de ver sejam assinaláveis, não podemos ignorar a existência de riscos potenciais representados pelo desenvolvimento prático desta nova realidade.

As Autoridades Europeias de Supervisão identificaram, em dezembro de 2015, alguns riscos potenciais da consultoria robótica⁸³.

Posteriormente, nas conclusões preliminares publicadas em dezembro de 2016, as Autoridades Europeias de Supervisão mantiveram os riscos anteriormente identificados, mas reconheceram que a probabilidade da sua materialização, bem como o respetivo impacto, podem variar⁸⁴.

À semelhança do que referimos quanto às vantagens da consultoria para investimento robótica, também no que respeita aos seus riscos não nos encontramos ainda em condições de os identificar com um elevado grau de certeza, tendo em conta o recente desenvolvimento desta realidade, pelo que nos referimos aos riscos da consultoria para investimento robótica como meramente potenciais.

No contexto de tudo o que ficou dito acima, passaremos a analisar de forma mais detalhada os potenciais riscos da consultoria para investimento robótica.

5.1. Potenciais Riscos Para os Investidores

Do ponto de vista dos investidores, as Autoridades Europeias de Supervisão identificaram os seguintes riscos potenciais: (i) o acesso a informação limitada e/ou a incapacidade de compreender a mesma (ii) a ocorrência de falhas no funcionamento das ferramentas utilizadas; e (iii) a utilização generalizada das ferramentas de consultoria para investimento robótica⁸⁵.

A. Acesso a Informação Limitada e Incapacidade de Compreensão

⁸³ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 21 e ss.

⁸⁴ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 9.

⁸⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 21 e ss.

O acesso a informação limitada e a incapacidade de compreensão da informação apresentada são suscetíveis de levar os investidores a tomar decisões inadequadas, podendo, assim, conduzir a investimentos mal sucedidos.

Na verdade, ao recorrerem a serviços de consultoria para investimento robótica em sentido restrito, sem recurso a qualquer apoio de consultores humanos, é possível que a informação disponibilizada seja menor, podendo não ser, em abstrato, a informação suficiente para que um investidor em concreto possa tomar uma decisão de investimento devidamente esclarecida e informada⁸⁶.

Em acréscimo, a ausência de qualquer apoio de consultores humanos pode levar a que os investidores que recorrem à consultoria para investimento robótica não compreendam totalmente a informação que lhes é disponibilizada, podendo até ser ignorada pelos investidores⁸⁷, uma vez que não têm um consultor humano a explicar-lhes a informação relevante e o consultor robótico não poderá assegurar que o investidor lê toda a informação que lhe é disponibilizada, pelo menos atendendo ao desenvolvimento atual dos mecanismos informáticos utilizados.

Sem prejuízo da relevância deste potencial risco da consultoria para investimento robótica, importa lembrar que além de, tal como vimos acima⁸⁸, a prestação de serviços de consultoria para investimento robótica sem qualquer intervenção humana não ser a única possibilidade disponível, existem formas de ultrapassar esta questão, como veremos adiante⁸⁹.

Este risco potencial relacionado com a deficiência da informação apresentada e/ou com a incapacidade de compreensão da informação disponibilizada pelo consultor robótico, que podem levar a decisões de investimento desadequadas, pode resultar de diversos fatores, os quais analisaremos de seguida.

Em primeiro lugar, os investidores podem receber um aconselhamento desadequado em virtude de não compreenderem a importância da informação que eles próprios disponibilizam ao consultor robótico⁹⁰.

De facto, as dificuldades de compreensão da informação apresentada pelo consultor robótico podem começar ainda antes da prestação do aconselhamento propriamente dito, uma vez que os investidores podem ter dificuldade em compreender

⁸⁶ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 21 e 22 e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Inteligência Artificial...", cit., p. 210.

⁸⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

⁸⁸ Ver o ponto 2.3 *supra*.

⁸⁹ Ver o ponto 8.6. *infra*.

⁹⁰ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

a informação que lhes é pedida e a importância que a informação que disponibilizam assume no contexto da consultoria para investimento robótica⁹¹, uma vez que o aconselhamento que lhes será prestado vai ser baseado na informação que disponibilizaram, tendo em conta que a consultoria para investimento se caracteriza, como vimos⁹², por ser um aconselhamento personalizado, ou seja, dado em função das características daquele investidor em particular.

Em acréscimo, este problema pode ainda resultar da existência de perguntas subjetivas, colocadas ao investidor pelo consultor robótico, as quais podem originar percepções erróneas por parte do investidor⁹³, ou dar origem a respostas que não correspondam totalmente ao que o consultor robótico pretendia saber, caso a mesma informação tivesse sido analisada numa perspetiva objetiva atendendo aos dados que estão na sua base.

A possibilidade de ocorrência destas percepções erróneas é incrementada pela ausência de intervenção humana na consultoria para investimento robótica⁹⁴, uma vez que um consultor robótico por si só considerado, no estado atual de desenvolvimento desta realidade, não poderá compreender certo tipo de sinais indicativos de falta de compreensão, ou de ausência de análise, por parte do investidor, que seriam percebidos por um consultor humano, tais como a demora na resposta, a falta de segurança na mesma, a alteração do tom de voz, ou outro tipo de sinais, que poderiam indicar-lhe a necessidade de fazer mais perguntas sobre o tema em questão ou de explicar de forma mais detalhada o que se pretende com uma pergunta em concreto.

A deficiente compreensão da importância da informação disponibilizada, encontra-se ainda relacionada com a falta de compreensão do próprio processo de prestação do serviço de consultoria para investimento robótica. Os investidores podem não compreender que o aconselhamento obtido é disponibilizado com base na sua situação atual e nos dados que os mesmos disponibilizaram⁹⁵ ao consultor para investimento robótico.

Neste contexto, caso os investidores não implementem de imediato o aconselhamento obtido e o venham a implementar mais tarde, é possível que tenham ocorrido alterações na informação com base na qual o aconselhamento foi prestado,

⁹¹ Neste sentido, ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

⁹² No ponto 2.2. *supra*.

⁹³ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

⁹⁴ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

⁹⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

acabando por realizar um investimento que já não se adequa ao seu perfil de investimento à data da sua realização⁹⁶.

Esta possibilidade de desconsideração de alterações relevantes entretanto ocorridas é potenciada pela não intervenção de um consultor humano, o qual assumiria a responsabilidade de questionar o investidor sobre eventuais alterações possivelmente relevantes e de o relembrar da importância da atualização regular dos seus dados⁹⁷.

Em segundo lugar, os investidores podem receber um aconselhamento desadequado em resultado de enviesamentos do consultor robótico dos quais não têm conhecimento⁹⁸.

Segundo as Autoridades Europeias de Supervisão, estes enviesamentos relacionam-se com a possibilidade de o aconselhamento prestado pretender conduzir o investidor a determinados produtos, designadamente a produtos cuja aquisição resultará em ganhos económicos para as entidades que disponibilizam o consultor robótico no mercado, não sendo, portanto, um aconselhamento totalmente livre e imparcial⁹⁹.

Sem prejuízo, o regime jurídico aplicável obsta a este tipo de situações, pelo que a sua ocorrência não pode ser considerada habitual nem legalmente aceitável¹⁰⁰.

Em terceiro lugar, os investidores podem não ser informados sobre, ou não compreender, até que ponto a informação que lhes é dada no final se trata, ou não, de um aconselhamento dado em função das suas características particulares¹⁰¹.

As Autoridades Europeias de Supervisão referem existir a possibilidade de os investidores considerarem que estão a receber um aconselhamento relativo ao seu investimento, designadamente por lhes ser pedida certa informação pessoal ou por lhes serem colocadas questões às quais têm de responder para ter acesso à informação, mas na realidade a ferramenta informática estar apenas a prestar-lhes informação sobre um produto ou conjunto de produtos, ou a apresentar-lhes uma comparação de preços de produtos, sem atender a quaisquer características pessoais do investidor¹⁰².

Sem prejuízo, em face do ordenamento jurídico português, a disponibilização de qualquer tipo de informação ou de recomendações feitas sem fundamento nas características de um investidor particularmente considerado não se pode considerar

⁹⁶ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 22.

⁹⁷ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 22 e 23.

⁹⁸ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 23.

⁹⁹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 23.

¹⁰⁰ Para mais informação sobre o regime jurídico aplicável e os deveres subjacentes à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica consultar os pontos 7. e 8. *infra*.

¹⁰¹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 23.

¹⁰² Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 23 e 24.

como prestação de um serviço de consultoria para investimento¹⁰³, nem tão pouco pode ser identificada como tal por quem a disponibiliza.

Em quarto lugar, os investidores podem não compreender qual a entidade que lhes presta o serviço de consultoria, atendendo à natureza fragmentada do processo de aconselhamento¹⁰⁴.

A crescente automatização das diferentes fases do processo de aconselhamento pode conduzir a que essas diferentes fases sejam levadas a cabo por diferentes ferramentas automatizadas, podendo, por exemplo, ser utilizada uma ferramenta para a recolha de informação dos consumidores e outra para a prestação de aconselhamento com base na informação recolhida¹⁰⁵.

A referida fragmentação do processo de aconselhamento pode ser problemática quando as diferentes ferramentas informáticas sejam disponibilizadas por diferentes entidades, ou até por entidades localizadas num país diferente daquele em que o aconselhamento é recebido pelo investidor, podendo dar origem a dificuldades na perceção da identidade da entidade responsável pelo aconselhamento prestado, bem como pelas potenciais falhas que o mesmo apresenta, dificultando o esclarecimento de dúvidas e a apresentação de reclamações pelo investidor¹⁰⁶.

Finalmente, as Autoridades Europeias de Supervisão identificaram ainda a possibilidade de os investidores não compreenderem que os dados que disponibilizam ao consultor robótico podem ser usados de uma forma distinta daquela que previram no momento da sua disponibilização¹⁰⁷.

A possibilidade de aceitação dos termos e das condições de utilização de um consultor robótico de forma rápida e sem a devida leitura e análise da informação disponibilizada poderia levar a um consentimento para a utilização de dados pessoais não inteiramente esclarecido, sendo possível que os investidores não conhecessem a utilização dada aos seus dados pese embora tivessem formalmente consentido na mesma¹⁰⁸.

Sem prejuízo, esta matéria sofreu recentemente desenvolvimentos consideráveis, que vieram diminuir o risco de falta de compreensão da informação disponibilizada

¹⁰³ Para mais informação sobre as características do serviço de consultoria para investimento, consultar o ponto 2.2 *supra*.

¹⁰⁴ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 24.

¹⁰⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 24.

¹⁰⁶ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 24 e 25.

¹⁰⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 25.

¹⁰⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 25.

nesta sua última vertente, atendendo ao reforço dos critérios aplicáveis ao consentimento para tratamento de dados pessoais, operado em virtude da publicação do Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revogou a Diretiva 95/46/CE, o qual entrou em vigor no passado dia 25 de maio de 2018¹⁰⁹.

Importa notar que as Autoridades Europeias de Supervisão, vieram, mais tarde, clarificar que os riscos identificados no que respeita ao acesso limitado a informação e à falta de capacidade de compreensão da informação disponibilizada pressuponham a ausência de intervenção humana na consultoria robótica¹¹⁰. A adoção de um modelo de consultoria para investimento robótica com intervenção humana, ainda que diminuta, permite o afastamento, ou pelo menos uma diminuição considerável, da probabilidade de verificação prática dos potenciais fatores de risco suprarreferidos, uma vez que os investidores têm sempre a possibilidade de recorrer a um consultor para esclarecer as suas dúvidas e obter informação adicional.

Sem prejuízo, existe a possibilidade de o *software* concretamente utilizado na prestação dos serviços de consultoria para investimento robótica, permita, por si só, o correto cumprimento do dever de informação aos investidores, como veremos mais à frente¹¹¹.

B. Falhas no Funcionamento do Software Utilizado

Outro fator que pode conduzir a um aconselhamento desadequado e, conseqüentemente, à tomada de decisões de investimento menos acertadas pelos investidores, é a eventual existência de falhas no funcionamento do *software*, ou seja, de falhas no funcionamento dos próprios consultores robóticos.

Em primeiro lugar, este risco potencial pode advir de limitações ou de assunções incorretas feitas pelo consultor robótico¹¹². Os consultores robóticos podem confiar em certas assunções matemáticas ou relativas ao mercado que não se encontram corretas,

¹⁰⁹ Para informação mais detalhada sobre este tema, conferir o ponto 10. *infra*.

¹¹⁰ Ver ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 10.

¹¹¹ Ver o ponto 8.6. *infra*.

¹¹² Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 25.

ou podem ter os seus resultados limitados a certas opções de investimento pré-determinadas¹¹³.

Neste tipo de situações, os investidores podem nem sequer ter a noção das limitações do consultor robótico que decidem utilizar, podendo, por vezes, receber um aconselhamento que não corresponde inteiramente ao seu perfil ou às suas necessidades, sendo-lhes aconselhado apenas o produto que melhor se adequa a eles tendo em conta o elenco pré-determinado de produtos aconselhado pelo consultor robótico em causa¹¹⁴.

Sem prejuízo, estas situações ficam diminuídas no que respeita à consultoria para investimento robótica prestada em Portugal, atendendo ao regime jurídico aplicável à prestação destes serviços, melhor analisado abaixo¹¹⁵, o qual conta com um elenco elevado de deveres informativos a cumprir pelo consultor, os quais foram aprofundados com a DMIF II e, no que respeita ao elenco de produtos oferecidos, com a distinção entre a consultoria para investimento prestada em base independente e em base não independente, que vimos acima¹¹⁶.

Em segundo lugar, o potencial risco de falhas no funcionamento dos consultores para investimento robóticos pode resultar de erros na sua própria programação, atendendo à elevada complexidade dos algoritmos e dos processos decisórios envolvidos neste tipo de *software*¹¹⁷.

Estas falhas no funcionamento dos consultores robóticos podem dar origem a aconselhamentos inadequados e são potenciadas nos casos em que no desenvolvimento deste *software* não intervêm profissionais devidamente qualificados¹¹⁸. A correta prestação do serviço de consultoria para investimento robótica depende do correto desenvolvimento do *software* que lhes está subjacente, motivo pelo qual não se pode permitir que o seu desenvolvimento seja realizado por pessoas sem a devida qualificação, nem sem que seja tido em conta o regime jurídico aplicável à prestação deste serviço.

No caso da prestação de serviços de consultoria para investimento robótica em Portugal, bem como nos demais países da União Europeia, assume especial relevância o desenvolvimento do *software* por profissionais com a devida qualificação, atendendo à elevada panóplia de deveres que têm de ser cumpridos no âmbito da prestação deste

¹¹³ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 25.

¹¹⁴ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 25 e 26.

¹¹⁵ Ver o ponto 7. e 8. e, em especial, o ponto 8.6. *infra*.

¹¹⁶ Ver o ponto 2.2. *supra*.

¹¹⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

¹¹⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

serviço, os quais não são, de modo algum, afastados, em virtude da utilização de inteligência artificial na prestação do serviço¹¹⁹.

Em terceiro lugar, podem existir falhas no funcionamento do consultor robótico em resultado de ataques de piratas informáticos e da consequente manipulação dos algoritmos utilizados para prestar aconselhamento aos investidores, a qual influenciaria o aconselhamento prestado¹²⁰.

De facto, pese embora exista uma grande panóplia de mecanismos desenvolvidos no sentido de prevenir e de impedir os ataques de piratas informáticos, a verdade é que nos últimos anos tem sido clara a incapacidade de resistência a este tipo de ataques, demonstrada pelos ataques informáticos de larga escala levados a cabo recentemente, tendo esta incapacidade sido demonstrada mesmo por parte de instituições com elevado poder económico e com capacidade de aceder às mais avançadas tecnologias contra este tipo de ataques, como redes sociais, bancos ou grandes empresas internacionais¹²¹.

No que respeita aos dados que podem ser acedidos através deste tipo de ataques informáticos, não serão em maior quantidade nem mais sensíveis do que aqueles que se poderiam conhecer através de um ataque informático às bases de dados de uma entidade que preste serviços de consultoria para investimento através de consultores humanos.

Esta inexistência de uma diferença significativa no que respeita aos dados que podem ser acedidos através de ataques informáticos prende-se, por um lado, com a normal utilização de programas informáticos que auxiliam os consultores para investimento na prestação do serviço aos clientes, como vimos acima¹²² e, por outro lado, com a manutenção de bases de dados com registos sobre os seus clientes e sobre o aconselhamento prestado, pelas entidades que prestam serviços de consultoria para investimento através de consultores humanos.

¹¹⁹ Para mais informação sobre o regime aplicável à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica e aos deveres que lhe são subjacentes, consultar os pontos 7. e 8. *infra*.

¹²⁰ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

¹²¹ Sobre o tema dos ataques informáticos, podem ler-se as seguintes notícias relacionadas com grandes ataques informáticos levados a cabo em 2016 e em 2017: “Ataque informático atinge Spotify, Twitter e outros sites”, em *Jornal de Notícias*, 21 de outubro de 2016, consultada a 3 de abril de 2018 em <https://www.jn.pt/inovacao/interior/ataque-informatico-atinge-spotify-twitter-e-outros-sites-5455610.html>; RITA DINIS, “Ataque informático em Portugal vai mesmo acontecer, avisa especialista”, em *Observador*, 22 de outubro de 2016, consultada a 3 de abril de 2018 em <https://observador.pt/2016/10/22/ataque-informatico-em-portugal-vai-mesmo-acontecer-avisa-especialista/>; “Hackers lançaram o maior ataque informático internacional”, em *Jornal de Notícias*, 13 de maio de 2017, consultado a 3 de abril de 2018 em <https://www.jn.pt/inovacao/interior/hackers-lancaram-o-maior-ataque-informatico-internacional-8472956.html>.

¹²² Ver o ponto 3. *supra*.

Sem prejuízo, no que respeita à possibilidade de manipulação do aconselhamento propriamente dito, esta pode, de facto, ficar potenciada pela prestação do serviço de consultoria para investimento por consultores robóticos, pese embora na prestação do serviço por consultores humanos não deixe de existir a possibilidade de manipulação dos dados ou dos programas informáticos utilizados pelos consultores no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento, a qual poderá, porventura, conduzir a idênticos desvios no aconselhamento prestado.

De forma a prevenir os potenciais riscos suprarreferidos, que poderiam advir para os investidores da existência de falhas no funcionamento do *software* utilizado na consultoria para investimento robótica, é bastante importante que todos os mecanismos que permitem esta forma de prestação do serviço de consultoria para investimento, designadamente os algoritmos que se encontram na base do processo de aconselhamento, sejam devidamente desenvolvidos e testados antes da disponibilização do serviço, bem como submetidos a controlos rigorosos durante a disponibilização do mesmo¹²³.

Além da existência de mecanismos devidamente desenvolvidos e testados na base da prestação da consultoria para investimento robótica, pode ser benéfica, nesta sede, a adoção de um modelo de consultoria para investimento robótica entendida na sua aceção ampla, ou seja, com alguma intervenção humana, uma vez que a intervenção de profissionais, ainda que diminuta, poderia permitir uma mais fácil identificação de eventuais falhas no processo de aconselhamento, evitando assim a tomada de decisões de investimento desadequadas no seguimento das referidas falhas¹²⁴.

Em quarto lugar, os investidores podem tomar decisões de investimento desadequadas em virtude da possibilidade de avançarem demasiado rápido no processo de aconselhamento quando utilizam um consultor robótico¹²⁵.

A facilidade de utilização de um consultor robótico pode permitir um processo de aconselhamento tão rápido e fácil que pode levar a que os investidores se considerem

¹²³ A necessidade de realização de testes e da imposição de controlos aos mecanismos nos quais se baseia a consultoria robótica foi referida nas respostas ao *Discussion Paper* das Autoridades Europeias de Supervisão sobre este tema – conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 10.

¹²⁴ A importância da intervenção humana de forma a diminuir os potenciais riscos para os investidores decorrentes das falhas no funcionamento das ferramentas tecnológicas utilizadas na consultoria robótica foi identificada nas respostas ao *Discussion Paper* das Autoridades Europeias de Supervisão sobre este tema – conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Report on Automation...*, cit., p. 10.

¹²⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

habilitados a tomar uma concreta decisão de investimento sem considerarem devidamente os riscos envolvidos¹²⁶.

Em quinto lugar, existe a possibilidade de os investidores não se sentirem motivados a agir de acordo com o aconselhamento que lhes foi prestado pelo consultor robótico, em virtude desse consultor robótico não lhes permitir o acesso a um processo de investimento completo, não podendo concretizar o investimento aconselhado através dessa mesma ferramenta informática, motivo pelo qual se vêm obrigados a aceder a outro tipo de ferramentas informáticas ou plataformas¹²⁷.

Esta falta de completude do processo pode, em abstrato, levar a que os investidores acabem por investir em produtos diferentes dos aconselhados, caso não sejam acompanhados por um consultor humano que os ajuda a investir de acordo com o aconselhamento obtido¹²⁸.

No entanto, nada obsta a que sejam desenvolvidos consultores robóticos que possibilitem um processo de investimento completo, podendo disponibilizar diretamente a possibilidade de investir nos produtos aconselhados ou direcionar o investidor para a plataforma mais adequada para realizar o investimento, tal como nada obsta a que após a prestação do aconselhamento haja intervenção humana com vista a possibilitar a realização do investimento através de meios mais tradicionais e com o apoio de profissionais, pese embora neste caso sejam necessariamente prestados outros serviços de investimento, além da consultoria para investimento.

C. Utilização Generalizada da Consultoria Para Investimento Robótica

A utilização generalizada de serviços de consultoria para investimento robótica também representa um potencial fator de risco para os investidores, na medida em que a massificação desta realidade pode levar a uma generalização de aconselhamento prestado com base no mesmo algoritmo ou com base em algoritmos idênticos, o que pode levar, por seu turno, a que muitos investidores sigam a mesma linha de atuação relativamente aos mesmos produtos¹²⁹.

¹²⁶ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

¹²⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 25 e 26.

¹²⁸ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 26.

¹²⁹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 27.

Importa notar que este potencial risco para os consumidores pressupõe que a massificação da consultoria robótica seja feita através da disponibilização de serviços baseados no mesmo algoritmo ou em algoritmos semelhantes¹³⁰.

Sem prejuízo, uma adesão massificada a esta realidade não resultará na materialização deste potencial fator de risco caso os algoritmos utilizados sejam diferenciados e permitam um acesso à generalidade dos instrumentos financeiros disponíveis para investimento.

A massificação da consultoria para investimento robótica, por si só, não levaria à identidade da atuação dos investidores que a ela recorram, desde que as entidades que prestam o serviço sejam diferenciadas, ou seja, que existam diversas plataformas de consultoria para investimento robótica disponíveis no mercado, que utilizem diferentes algoritmos, devendo estes algoritmos ser bem concebidos e permitir uma consultoria para investimento prestada de forma rigorosa e adequada ao investidor em causa.

Em acréscimo, a utilização generalizada dos serviços de consultoria para investimento robótica pode originar um decréscimo dos serviços de consultoria para investimento prestados nos moldes tradicionais, através de consultores humanos, podendo até, no limite, levar a que a consultoria para investimento tradicional desapareça¹³¹.

Segundo as Autoridades Europeias de Supervisão a redução na procura relativamente aos serviços de consultoria para investimento tradicional poderia conduzir ao desaparecimento destes serviços, prejudicando os investidores que não podem ou não querem aceder às plataformas de consultoria para investimento robótica¹³².

O facto de a diminuição da procura levar à diminuição da oferta, ou até ao desaparecimento do serviço nos moldes tradicionais, não deve, na verdade, ser entendido como um potencial risco da consultoria para investimento robótica em sentido próprio, na verdade a diminuição da oferta no seguimento da diminuição da procura é algo intrínseco ao mercado, independentemente do setor em causa.

Quanto à possibilidade de desaparecimento da consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais, embora nos pareça pouco provável que este desaparecimento se verifique em Portugal, a curto ou a médio prazo, não a podemos afastar numa perspetiva de longo prazo, sendo aliás o curso normal do desenvolvimento

¹³⁰ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 27.

¹³¹ Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 27.

¹³² Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 27.

que cada vez mais as novas tecnologias estejam presentes na prestação dos mais variados serviços, não sendo exceção a prestação de serviços de investimento¹³³.

Pese embora não possamos deixar de considerar possível a diminuição da consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais, ou até o seu desaparecimento, esta possibilidade não tem de ser encarada como algo negativo, antes pelo contrário, a consultoria para investimento robótica pode trazer melhorias, quando comparada com a consultoria para investimento tradicional, não implicando necessariamente a impossibilidade de contacto com consultores humanos ao longo do processo.

No que respeita aos investidores que não dispõem dos meios necessários para aceder aos serviços de consultoria para investimento robótica, não podemos ignorar que esta ainda é uma realidade em algumas zonas de Portugal, pese embora a tendência evolutiva seja no sentido de ter cada vez menor expressão. Nada impede que os meios necessários para aceder aos serviços de consultoria para investimento robótica sejam disponibilizados a estes investidores num local físico, que pode ser aquele onde anteriormente contactavam pessoalmente com os seus consultores, podendo até beneficiar do apoio dos consultores que já conhecem ao longo do processo de aconselhamento, sendo neste caso adotado um modelo de consultoria para investimento robótica com possibilidade de acesso a um consultor humano. Esta necessidade de deslocação acaba por diminuir as vantagens relacionadas com a maior acessibilidade da consultoria para investimento robótica em face da consultoria para investimento tradicional, mas seria a melhor solução até que todos os investidores disponham dos meios necessários para aceder ao serviço.

5.2. Potenciais Riscos Para as Instituições Financeiras

¹³³ A importância crescente do investimento em novas tecnologias pelas empresas, incluindo do sector bancário, tem merecido destaque, tanto no plano nacional como no plano internacional, podendo ser consultados, a título de exemplo, os seguintes estudos e notícias: *60% das PME Portuguesas Estão a Investir em Novas Tecnologias no Local de Trabalho. Estudo de Mais de 1600 PME Europeias*, Ricoh, 14 de fevereiro de 2018, consultado a 02 de maio de 2018, em <http://www.ricoh.pt/about-ricoh/news/2018/60-das-pme-portuguesas-estao-a-investir-em-novas-tecnologias-no-local-de-trabalho.aspx>; AFIP, *O Impacto das Novas Tecnologias no Sector Bancário*, 29 de dezembro de 2016, consultado a 02 de maio de 2018, em <http://afip.pt/pt/blog/impacto-das-fintechs-no-sector-bancario/>; GILLIAN HUGHES, *Novas Tecnologias Dominarão Mercado Financeiro nos Próximos Anos*, Capgemini, 18 de abril de 2016, consultado a 02 de maio de 2018, em <https://www.capgemini.com/br-pt/news/novas-tecnologias-dominarao-mercado-financeiro-nos-proximos-anos/#>.

Do ponto de vista das instituições financeiras, foram identificados pelas Autoridades Europeias de Supervisão os seguintes riscos potenciais: (i) riscos relacionados com falhas no funcionamento das ferramentas utilizadas; e (ii) riscos relacionados com a repartição de responsabilidades.

A. Falhas no Funcionamento das Ferramentas Utilizadas

No que respeita aos riscos relacionados com o funcionamento das ferramentas utilizadas, cabe ter em conta a possibilidade de as instituições financeiras que prestem serviços de consultoria para investimento robótica ficarem expostas a litigância e, conseqüentemente, a um risco reputacional, decorrentes da utilização de ferramentas tecnológicas defeituosas na prestação do serviço de consultoria para investimento robótica¹³⁴.

De facto, a possibilidade de verificação de falhas no funcionamento das ferramentas tecnológicas nas quais se baseia a prestação do serviço de consultoria para investimento robótica não representa um risco apenas para os investidores que podem realizar investimentos desadequados com base no aconselhamento obtido.

Antes pelo contrário, também as instituições financeiras podem sofrer prejuízos consideráveis em virtude de eventuais falhas no funcionamento das ferramentas utilizadas.

Importa atender, designadamente, à necessidade de compensação dos investidores por eventuais danos sofridos em consequência da realização de investimentos com base num aconselhamento desadequado, obtido através de um consultor robótico com falhas no seu funcionamento, os quais podem ser bastante avultados, nomeadamente caso as falhas no funcionamento do consultor robótico afetem um número elevado de investidores¹³⁵.

Além da eventual necessidade de compensação dos investidores pelos danos sofridos, a disponibilização de um serviço de consultoria para investimento robótica com falhas de funcionamento, pode levar a que as instituições financeiras sofram um risco reputacional¹³⁶, o qual se pode alastrar a outros serviços disponibilizados pela

¹³⁴ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

¹³⁵ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

¹³⁶ O risco reputacional respeita, tal como o nome indica, à possibilidade de lesão da reputação de uma instituição no mercado. Sendo lesada a reputação de uma instituição no mercado, a confiança do mercado

mesma entidade, resultando numa redução da confiança do mercado na instituição em causa¹³⁷.

Cabe referir que a possibilidade de ocorrência deste risco potencial ficará diminuída pela realização de testes e pela implementação de controlos internos adequados, no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica¹³⁸.

As Autoridades Europeias de Supervisão referem ainda, neste âmbito, a possibilidade de recurso excessivo pelos investidores aos consultores humanos, no âmbito da disponibilização de apoio humano na prestação de serviços de consultoria para investimento robótica, pelas entidades que adotem um modelo de consultoria robótica na sua aceção ampla¹³⁹.

Sem prejuízo da possibilidade de recurso excessivo ao apoio humano no decurso do aconselhamento numa fase inicial de adaptação a esta nova forma de prestação do serviço de consultoria para investimento, a tendência evolutiva mais provável será a diminuição desse recurso à medida que os investidores se adaptem a esta nova realidade.

B. Repartição de Responsabilidades

As entidades que disponibilizam serviços de consultoria para investimento robótica podem ver-se envolvidas em disputas relacionadas com a falta de clareza na repartição de responsabilidades¹⁴⁰.

Com a crescente utilização de novas tecnologias, aumenta a probabilidade de não ser apenas uma instituição a responsável por todas as vertentes do serviço oferecido através da Internet¹⁴¹. No caso da consultoria para investimento robótica é possível que a ferramenta tecnológica, ou seja, a programação que permite a disponibilização do aconselhamento, seja desenvolvida por uma empresa tecnológica, a qual é responsável pelo correto funcionamento da referida ferramenta tecnológica, pese embora não seja

naquela instituição diminui, o que normalmente leva a uma diminuição de clientes e, conseqüentemente, de lucros.

¹³⁷ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

¹³⁸ Neste sentido, ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

¹³⁹ Consultar o ponto 2.3. *supra*, para mais informação sobre as diversas aceções aplicáveis à consultoria robótica.

¹⁴⁰ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

¹⁴¹ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 28.

essa a entidade que contacta com os investidores e que é responsável perante eles pela prestação daquele serviço de investimento¹⁴².

A falta de clareza na distribuição de responsabilidades pode ser prejudicial para as entidades que disponibilizam serviços de consultoria para investimento robótica na medida em que esta falta de clareza pode dar origem a litígios com as empresas tecnológicas, ou até com os seus clientes¹⁴³.

Sem prejuízo, além de não podermos deixar de ter em conta a possibilidade de proceder a uma clara repartição de responsabilidades através do contrato celebrado com a empresa que disponibiliza os meios tecnológicos necessários à disponibilização do serviço de consultoria para investimento robótica, sempre teríamos de reconhecer que este problema não é um risco específico da consultoria para investimento robótica¹⁴⁴.

Na verdade, como vimos acima¹⁴⁵, a consultoria para investimento prestada atualmente, através de consultores humanos, já envolve o recurso a serviços tecnológicos¹⁴⁶, motivo pelo qual a possibilidade de ocorrência de litígios relacionados com a falta de clareza na repartição de responsabilidades, nesta sede, não é uma característica específica da consultoria para investimento robótica, não devendo, salvo melhor opinião, ser considerada como uma desvantagem da consultoria para investimento robótica em face da consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais.

Assim, o caminho mais adequado parece-nos ser, tanto no que respeita à consultoria para investimento tradicional como à consultoria para investimento robótica, a clarificação da repartição de responsabilidades em sede contratual, acordada entre as empresas tecnológicas que disponibilizam as ferramentas utilizadas na prestação do serviço de investimento e as entidades que prestam o serviço aos investidores.

¹⁴² Neste sentido ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., pp. 28 e 29.

¹⁴³ Conferir ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper...*, cit., p. 29.

¹⁴⁴ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 211.

¹⁴⁵ Ver os pontos 2.3. e 2.4. *supra*.

¹⁴⁶ Este tipo de consultoria para investimento corresponde ao conceito amplíssimo de consultoria para investimento robótica, que não adotámos no presente trabalho por ser uma realidade já enraizada nos dias que correm. Para mais informação sobre este tema, consultar os pontos 2.3. e 2.4. *supra*.

6. Quem Pode Prestar Serviços de Consultoria Para Investimento Robótica

O serviço de investimento em causa na consultoria para investimento robótica é a consultoria para investimento, um serviço de investimento principal, identificado no artigo 290.º, n.º 1, alínea f) do CVM¹⁴⁷, sendo a prestação deste serviço uma atividade legalmente regulada.

Nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 291.º do CVM, a consultoria para investimento, tal como os demais serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros, corresponde a uma atividade de intermediação financeira. Conforme referido no n.º 2 do mesmo artigo, só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, as atividades de intermediação financeira¹⁴⁸.

Para se considerar que uma atividade é exercida a título profissional são avançados, tradicionalmente, três critérios, entendendo-se que a atuação profissional corresponde a (i) uma prática habitual, (ii) uma prática lucrativa e (iii) uma prática tendencialmente exclusiva¹⁴⁹.

Quanto à habitualidade da prática, esta consiste na existência de uma sequência articulada de atos praticados em cadeia, excluindo-se assim a prática de atos ocasionais ou isolados¹⁵⁰. Por seu turno, como prática lucrativa entende-se aquela que visa o lucro, ainda que não o alcance efetivamente a todo o tempo¹⁵¹. Finalmente, a existência de uma prática tendencialmente exclusiva prende-se, nesta sede, com a reserva da possibilidade de prestação destes serviços a certas entidades em particular¹⁵².

O elenco dos intermediários financeiros em instrumentos financeiros é-nos apresentado pelos n.ºs 1 e 2 artigo 293.º do CVM, abarcando as seguintes entidades:

- a) Instituições de crédito;

¹⁴⁷ Consultar o ponto 2.2. para mais informação sobre o conceito de consultoria para investimento.

¹⁴⁸ A consultoria para investimento robótica não poderia ser uma exceção a esta regra, apenas um profissional pode assegurar devidamente o cumprimento de todos os deveres envolvidos na prestação deste serviço, melhor analisados nos pontos 8. a 10. *infra*. Neste sentido, MELANIE L. FEIN, *FINRA's Report on Robo-Advisors: Fiduciary Implications*, 2016, consultado a 5 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2768295>, p. 5.

¹⁴⁹ Conferir ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 6.ª edição, com a colaboração de A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, Almedina, Coimbra, 2016, p. 335.

¹⁵⁰ Conferir ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário...*, cit., p. 335.

¹⁵¹ Conferir ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário...*, cit., p. 335.

¹⁵² Conferir ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário...*, cit., p. 335 e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Inteligência Artificial...", cit., p. 213.

- b) Empresas de investimento autorizadas a exercer atividades de intermediação financeira em Portugal, sendo consideradas empresas de investimento as seguintes entidades:
- i. Sociedades corretoras;
 - ii. Sociedades financeiras de corretagem;
 - iii. Sociedades gestoras de patrimónios;
 - iv. Sociedades mediadoras dos mercados monetário e de câmbios;
 - v. Sociedades de consultoria para investimento;
 - vi. Sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral;
 - vii. Outras entidades que como tal sejam qualificadas por lei, ou que, não sendo instituições de crédito, sejam pessoas cuja atividade, habitual e profissionalmente exercida, consista na prestação, a terceiros, de serviços de investimento, ou no exercício de atividades de investimento.
- c) Entidades gestoras de instituições de investimento coletivo autorizadas a exercer essa atividade em Portugal;
- d) Instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer atividade de intermediação financeira;
- e) Sociedades de investimento mobiliário autogeridas e sociedades de investimento imobiliário autogeridas.

Sem prejuízo, a prestação do serviço de consultoria para investimento, depende de uma autorização específica para a prestação deste serviço em concreto, bem como de um registo prévio junto da CMVM¹⁵³⁻¹⁵⁴.

¹⁵³ A necessidade de autorização e de registo prévio resultam do disposto no n.º 1 do artigo 295.º e no artigo 297.º do CVM, sendo a necessidade de autorização específica referida desde logo no n.º 4 do artigo 294.º do mesmo diploma.

¹⁵⁴ Importa ainda referir nesta sede que, no que respeita às instituições de crédito e às sociedades financeiras, o início da sua atividade se encontra dependente de registo junto do Banco de Portugal, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 65.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, conforme alterado (“RGICSF”), no que respeita às instituições de crédito, e no n.º 1 do artigo 194.º no que respeita às sociedades financeiras.

O registo junto do Banco de Portugal é regulado nos artigos 65.º a 72.º do RGICSF, aplicáveis às sociedades financeiras por via da remissão operada pelo n.º 2 do artigo 194.º do mesmo diploma.

Nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 65.º do RGICSF, no caso de o objeto das instituições de crédito incluir o exercício de atividades de intermediação de instrumentos financeiros, o Banco de Portugal comunica e disponibiliza à CMVM o registo e os respetivos averbamentos, alterações ou cancelamentos.

Importa notar que nem todos os intermediários financeiros acima referidos podem obter esta autorização específica para a prestação do serviço de consultoria para investimento, motivo pelo qual o elenco de entidades que podem prestar serviços de consultoria para investimento robótica não é tão amplo como poderia parecer numa primeira análise. Elencaremos, mais adiante¹⁵⁵, as entidades que podem prosseguir esta atividade.

Nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 294.º do CVM, a consultoria para investimento pode ainda ser exercida por consultores para investimento autónomos, mas estes apenas a podem exercer relativamente a valores mobiliários¹⁵⁶.

A figura dos consultores para investimento autónomos em valores mobiliários foi consagrada ao abrigo da isenção facultativa conferida pela DMIF¹⁵⁷ e renovada pela DMIF II¹⁵⁸, não podendo, por isso, beneficiar de passaporte europeu na prestação de serviços de investimento¹⁵⁹.

Além da consultoria para investimento, os consultores para investimento autónomos podem ainda prestar o serviço de receção e de transmissão de ordens em valores mobiliários desde que a transmissão de ordens se dirija a intermediários financeiros e que não detenham fundos ou valores mobiliários pertencentes a clientes¹⁶⁰.

Pese embora não sejam intermediários financeiros, nos termos do n.º 6 do artigo 294.º do CVM, aos consultores para investimento autónomos aplicam-se as regras gerais previstas para as atividades de intermediação financeira, com as devidas adaptações.

Nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 301.º do CVM, os intermediários financeiros que exerçam a atividade de consultoria para investimento devem comunicar à CMVM a identidade dos seus colaboradores.

O mesmo procedimento é aplicável às sociedades financeiras, por via da remissão operada pelo n.º 2 do artigo 194.º do RGICSF, como referido *supra*.

¹⁵⁵ Ver os pontos 6.1. e seguintes *infra*.

¹⁵⁶ Os valores mobiliários correspondem apenas a uma parte dos instrumentos financeiros existentes, relativamente aos quais os intermediários financeiros podem prestar o serviço de consultoria para investimento.

Nos termos do disposto no artigo 1.º do CVM, são valores mobiliários, além de outros legalmente qualificados como tal, (i) as ações, (ii) as obrigações, (iii) os títulos de participação, (iv) as unidades de participação em instituições de investimento coletivo, (v) os warrants autónomos, (vi) os direitos destacados dos valores mobiliários referidos em (i) a (iv), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão e (vii) outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado.

¹⁵⁷ Ver o segundo parágrafo do n.º 1 do artigo 3.º da DMIF.

¹⁵⁸ Ver a alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º da DMIF II.

¹⁵⁹ Conferir PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., p. 455.

¹⁶⁰ Conferir o n.º 5 do artigo 294º do CVM.

Cabe ainda referir que o serviço de consultoria para investimento, quer seja prestada nos moldes tradicionais ou robótica, é um dos serviços em que se admite a possibilidade de representação do intermediário financeiro por agente vinculado, nos termos que analisamos mais adiante¹⁶¹.

No contexto do que ficou dito acima, passaremos a identificar, de forma individualizada, as entidades que podem ser autorizadas a prestar o serviço de consultoria para investimento robótica.

6.1. Instituições de Crédito

Nos termos do disposto na alínea w) do artigo 2.º-A do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, conforme alterado (doravante “RGICSF”)¹⁶² são instituições de crédito as empresas cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria, sendo identificadas no artigo 3.º do mesmo diploma, como instituições de crédito, (i) os bancos, (ii) as caixas económicas, (iii) a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo, (iv) as instituições financeiras de crédito, (v) as instituições de crédito hipotecário e (vi) outras empresas que, correspondendo à definição acima referida, como tal sejam qualificadas pela lei.

Os bancos são, por excelência, os intermediários financeiros com o elenco mais alargado de atividades, encontrando-se habilitados a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, nos termos do disposto na alínea h) do artigo 4.º do RGICSF. Nos termos do disposto no n.º 2 do mesmo artigo, as restantes instituições de crédito só podem efetuar as operações permitidas pelas normas legais e regulamentares que regem a sua atividade.

¹⁶¹ Ver o ponto 6.10. infra.

¹⁶² Tendo em conta a elevada importância da atualidade da informação constante do presente estudo e da perda de valor e de qualidade que resultariam da sua falta, bem como a iminência de aprovação e de publicação da legislação de transposição da DMIF II, a qual deveria estar a vigorar em Portugal desde janeiro de 2018, as referências ao RGICSF feitas ao longo deste estudo referem-se à versão do RGICSF constante Decreto da Assembleia 215/XIII, que procede à alteração das regras de comercialização de produtos financeiros e de organização dos intermediários financeiros e transpõe a DMIF II, a Diretiva (UE) 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016, que altera a DMIF II e a Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, que completa a DMIF II no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários, aprovada em votação final global no passado dia 4 de maio de 2018, a menos que o contrário resulte expressamente das referências feitas.

O Regime Jurídico das Caixas Económicas foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 190/2015, de 10 de setembro, nos termos do qual as caixas económicas são divididas em duas modalidades - as caixas económicas anexas e as caixas económicas bancárias. As caixas económicas anexas não podem prestar serviços de consultoria para investimento, mas as caixas económicas bancárias são equiparadas a bancos em tudo o que não se encontra especificamente regulado no diploma supramencionado, como é o caso das atividades que podem prosseguir, motivo pelo qual se encontram habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica.

A Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo encontra-se regulada pelo Decreto-Lei n.º 24/91, de 11 de janeiro, conforme alterado, tendo por objeto a concessão de crédito e a prática dos demais atos inerentes à atividade bancária, nos mesmos termos autorizados aos bancos, encontrando-se, assim, habilitada a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica.

As caixas de crédito agrícola mútuo também são reguladas pelo Decreto-Lei n.º 24/91, de 11 de janeiro, conforme alterado, podendo prestar serviços e consultoria para investimento caso apresentem condições estruturais adequadas e meios suficientes, designadamente quanto a fundos próprios, solvabilidade, liquidez, organização interna e capacidade técnica e humana para a prestação do referido serviço, nos termos do disposto na alínea f) do n.º 1 do artigo 36.º-A do referido diploma.

As instituições financeiras de crédito são reguladas pelo Decreto-Lei n.º 186/2002, de 21 de agosto¹⁶³, podendo realizar todas as operações permitidas aos bancos, com exceção da receção de depósitos, motivo pelo qual se encontram habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica.

Finalmente, as instituições de crédito hipotecário são reguladas pelo Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, não se encontrando habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento.

O processo de autorização das instituições de crédito é complexo, encontrando-se tratado, no que respeita às instituições de crédito com sede em Portugal, nos artigos 14.º e seguintes do RGICSF, sendo também este o diploma que estabelece o seu regime geral, complementado pelos restantes diplomas supramencionados, sem prejuízo da aplicação do CVM e de diversos outros diplomas avulsos.

¹⁶³ Conferir o artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 186/2002, de 21 de agosto.

6.2. Sociedades Corretoras

O regime jurídico das sociedades corretoras encontra-se previsto no Decreto-Lei n.º 262/2001, de 28 de setembro, podendo estas entidades prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 2.º do referido Decreto-Lei, na sua atual redação.

As sociedades corretoras são empresas de investimento, nos termos do disposto na alínea b) do n.º 1 do artigo 4.º-A do RGICSF, sendo também sociedades financeiras, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 6.º do mesmo diploma, sendo-lhes aplicáveis as disposições correspondentes do RGICSF, o CVM e diversos outros diplomas avulsos.

6.3. Sociedades Financeiras de Corretagem

O regime jurídico das sociedades financeiras de corretagem também se encontra previsto no Decreto-Lei n.º 262/2001, de 28 de setembro, conjuntamente com o regime jurídico das sociedades corretoras, encontrando-se habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 3.º do referido Decreto-Lei, na sua atual redação.

As sociedades financeiras de corretagem são empresas de investimento, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 4.º-A do RGICSF, sendo também sociedades financeiras, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 6.º do mesmo diploma, sendo-lhes aplicáveis as disposições correspondentes do RGICSF, o CVM, bem como diversos outros diplomas avulsos.

6.4. Sociedades Gestoras de Patrimónios

O regime jurídico das sociedades gestoras de patrimónios foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de julho, encontrando-se habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, nos termos do n.º 2 do artigo 1.º do referido diploma, na sua atual redação.

As sociedades gestoras de patrimónios são empresas de investimento, nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 4.º-A do RGICSF, sendo também sociedades financeiras, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 6.º do mesmo diploma, sendo-lhes aplicáveis

as disposições correspondentes do RGICSF e o CVM, sem prejuízo dos demais diplomas avulsos.

6.5. Sociedades de Consultoria para Investimento

As sociedades de consultoria para investimento são reguladas, em especial, pelo Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de outubro, que estabelece o regime jurídico aplicável a estas sociedades, em cujo objeto principal se inclui a prestação do serviço de consultoria para investimento em instrumentos financeiros¹⁶⁴.

As sociedades de consultoria para investimento são empresas de investimento, nos termos da alínea e) do n.º 1 do artigo 4.º-A do RGICSF, pese embora o n.º 3 do artigo 4.º-A do RGICSF preveja que as sociedades de consultoria para investimento apenas estão sujeitas às suas disposições quando prestem serviços de consultoria relativamente a depósitos estruturados, caso em que lhes é aplicável, com as necessárias adaptações, o disposto nos artigos 73.º a 77.º-D, 86.º-A, 86.º-B, 90.º-A, 90.º-C, 90.º-D, nos n.ºs 3 a 6 do artigo 115.º-A e nos artigos 116.º-AA e 116.º-AB do referido diploma.

Às sociedades de consultoria para investimento é aplicável o disposto no CVM e em diversos diplomas avulsos.

6.6. Sociedades Gestoras de Instituições de Investimento Coletivo – Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário

As sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo têm como objeto principal a gestão das referidas instituições, tal como decorre da sua designação.

O regime jurídico das sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo encontra-se definido, em termos gerais, no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, conforme alterado (doravante “RGOIC”).

Todos os organismos de investimento coletivo que não são autogeridos, são geridas por uma entidade gestora, que pode ser uma¹⁶⁵:

- a) Sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário, caso esteja em causa um organismo de investimento coletivo em valores mobiliários, um

¹⁶⁴ Ver o n.º 1 do artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 357-B/2007.

¹⁶⁵ Conferir o n.º 1 do artigo 65.º do RGOIC.

organismo de investimento alternativo em valores mobiliários, um organismo de investimento em ativos não financeiros ou um organismo de investimento imobiliário;

- b) Sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário, caso esteja em causa um organismo de investimento imobiliário.

No caso específico dos organismos de investimento alternativo fechados é ainda admitida a sua gestão por bancos, caixas económicas, pela Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo ou pelas caixas de crédito agrícola mútuo e, ainda, por instituições financeiras de crédito, desde que estas disponham de fundos próprios não inferiores a € 7 500 000 e os ativos que compõem as carteiras dos organismos de investimento alternativo sob gestão destas entidades não excedam, no total, o limiar de € 100 000 000, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem, ou de € 500 000 000, quando os organismos de investimento alternativo não recorram ao efeito de alavancagem¹⁶⁶.

As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem prestar, a título acessório, serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, sempre que se encontrem autorizadas a prestar o serviço de gestão discricionária e individualizada de carteiras por conta de outrem¹⁶⁷.

No que respeita às sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário, não se encontra prevista a possibilidade de prestação de serviços de consultoria para investimento¹⁶⁸⁻¹⁶⁹, o que se compreende tendo em conta o objeto de investimento dos organismos sob gestão.

6.7. Sociedades Financeiras de Crédito

O Regime Jurídico das Sociedades Financeiras de Crédito foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 100/2015, de 02 de junho, tendo por objeto a prática das operações permitidas aos bancos, com exceção da receção de depósitos ou outros fundos

¹⁶⁶ Conferir o n.º 2 do artigo 65.º do RGOIC e as alíneas a) a d) do artigo 3.º do RGICSF.

¹⁶⁷ Conferir os n.ºs 2, 3 e 4 do artigo 68.º do RGOIC.

¹⁶⁸ Estamos a referir-nos à consultoria para investimento em instrumentos financeiros, definida no ponto 2.2. *supra*. As sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário podem prestar serviços de consultoria para investimento imobiliário, mas esta consultoria para investimento não corresponde ao serviço que estamos a analisar e tem um objeto diferente, uma vez que respeita a investimento imobiliário e não a investimento em instrumentos financeiros.

¹⁶⁹ Conferir o artigo 69.º do RGOIC.

reembolsáveis do público e da prestação de serviços de pagamento e de emissão de moeda eletrónica, motivo pelo qual se encontram habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica.

As sociedades financeiras de crédito são sociedades financeiras, nos termos do disposto na subalínea i) da alínea b) do n.º 1 do artigo 6.º do RGICSF, aplicando-se à prestação de serviços por estas sociedades as disposições correspondentes do RGICSF, o CVM, bem como diversos outros diplomas avulsos.

6.8. Sociedades de Investimento

As sociedades de investimento são reguladas pelo Decreto-Lei n.º 260/94, de 22 de outubro, conforme alterado, encontrando-se habilitadas a prestar serviços de consultoria para investimento, tradicional ou robótica, nos termos do disposto na alínea e) do n.º 1 do artigo 3.º do referido diploma, ficando neste âmbito sujeitas à aplicação das regras previstas para a prestação deste serviço pelas sociedades gestoras de patrimónios, nos termos do n.º 2 do mesmo artigo.

As sociedades de investimento são sociedades financeiras, nos termos do disposto na subalínea ii) da alínea b) do n.º 1 do artigo 6.º do RGICSF, aplicando-se à prestação de serviços por estas sociedades as disposições correspondentes do RGICSF, o CVM, bem como diversos outros diplomas avulsos.

6.9. Agentes Vinculados das Entidades Anteriormente Referidas

A consultoria para investimento, quer seja prestada nos moldes tradicionais ou robótica, é um dos serviços em que se admite a possibilidade de representação do intermediário financeiro por agente vinculado¹⁷⁰⁻¹⁷¹.

¹⁷⁰ Nos termos do disposto no artigo 294.º-A do CVM, os intermediários financeiros podem ser representados por agentes vinculados na prestação do serviço de prospeção de investidores, exercida a título profissional, sem solicitação prévia destes, fora do estabelecimento do intermediário financeiro, com o objetivo de captação de clientes para quaisquer atividades de intermediação financeira, bem como dos serviços de receção e transmissão de ordens, de colocação e de consultoria sobre instrumentos financeiros ou sobre os serviços prestados pelo intermediário financeiro.

¹⁷¹ Sem prejuízo da diferença de terminologia utilizada, referindo-se a alínea b) do n.º 1 do artigo 294.º-A do CVM a “consultoria sobre instrumentos financeiros”, enquanto o serviço de investimento em causa é designado na alínea f) do n.º 1 do artigo 290.º como “consultoria para investimento”, diferença essa que já resultava da terminologia utilizada na DMIF- conferir o ponto 25) do n.º 1 do artigo 4.º e o ponto 5) da Secção A do Anexo I da DMIF-, a consultoria referida no n.º 1 do artigo 294.º-A é o serviço de consultoria para investimento.

O exercício da atividade do agente vinculado encontra-se dependente da celebração de contrato escrito entre ele e o intermediário financeiro, o qual deve estabelecer expressamente as funções que são atribuídas ao agente vinculado, encontrando-se o agente vinculado sujeito aos procedimentos internos do intermediário financeiro¹⁷².

A atividade de agente vinculado pode ser exercida por pessoas singulares, estabelecidas em Portugal e que não se encontrem integradas na estrutura organizativa do intermediário financeiro, bem como por sociedades comerciais, com sede estatutária em Portugal, que não se encontrem em relação de domínio ou de grupo com o intermediário financeiro em causa¹⁷³.

Nos termos do disposto nos n.ºs 6 e 7 do artigo 294.º-B do CVM, o exercício da atividade de agente vinculado só pode iniciar-se após comunicação do intermediário à CMVM, para divulgação pública, da identidade daquele, devendo também ser comunicada à CMVM, no prazo de cinco dias, a cessação do contrato estabelecido entre o intermediário financeiro e o agente vinculado.

O intermediário financeiro é responsável por verificar se o agente vinculado é idóneo e se possui a qualificação e aptidão profissional adequadas para o exercício das funções¹⁷⁴.

No caso de o agente vinculado ser uma sociedade comercial, a idoneidade é aferida relativamente à sociedade, aos titulares do órgão de administração e às pessoas singulares que exercem a atividade de agente vinculado, sendo a adequação da formação e da experiência profissional aferida relativamente às pessoas singulares que exercem a atividade de agente vinculado¹⁷⁵.

Atuando o agente vinculado como um representante do intermediário financeiro, nos termos do disposto no artigo 294.º-C do CVM, o intermediário financeiro responde por quaisquer atos ou omissões do agente vinculado no exercício das funções que lhe foram confiadas, devendo controlar e fiscalizar a atividade por ele desenvolvida e adotar as medidas necessárias para evitar que o exercício pelo agente vinculado de atividade distinta da prospeção de investidores possa ter nesta qualquer impacto negativo.

Neste sentido conferir ISABEL VIDAL, “Do Prospector ao Agente Vinculado”, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007, p. 111.

¹⁷² Ver o n.º 1 do artigo 294.º-B e a alínea b) do n.º 1 do artigo 294.º-C, ambos do CVM.

¹⁷³ Conferir o n.º 2 do artigo 294.º-B do CVM.

¹⁷⁴ Conferir os n.ºs 3 e 4 do artigo 294.º-B do CVM.

¹⁷⁵ Conferir o n.º 5 do artigo 294.º-B do CVM.

6.10. Consultores Para Investimento Autónomos

Como referimos acima, os consultores para investimento autónomos podem prestar serviços de consultoria para investimento relativamente a valores mobiliários, nos termos do n.º 4 do artigo 294.º do CVM, podendo ainda prestar o serviço de receção e transmissão de ordens em valores mobiliários desde que a transmissão de ordens se dirija a intermediários financeiros e que não detenham fundos ou valores mobiliários pertencentes a clientes.

Ainda como referimos acima, aos consultores para investimento autónomos aplicam-se as regras gerais previstas para as atividades de intermediação financeira, com as devidas adaptações, como previsto no n.º 6 do artigo 294.º do CVM.

O exercício da atividade dos consultores para investimento autónomos depende de registo junto da CMVM, o qual apenas é concedido a pessoas singulares idóneas que demonstrem possuir qualificação e aptidão profissional, de acordo com elevados padrões de exigência, adequadas ao exercício da atividade, bem como meios materiais suficientes, incluindo um seguro de responsabilidade civil, ou a pessoas coletivas que demonstrem respeitar exigências equivalentes¹⁷⁶.

Na versão atualmente em vigor do CVM, no que respeita ao registo concedido a pessoas coletivas, a idoneidade e os meios materiais são aferidos relativamente à pessoa coletiva, aos titulares do órgão de administração e aos colaboradores que exercem a atividade, a adequação da qualificação e da aptidão profissional é aferida relativamente aos colaboradores que exercem a atividade e o seguro de responsabilidade civil é exigido para cada colaborador que exerce a atividade¹⁷⁷.

Sem prejuízo, nos termos do disposto no artigo 301.º da versão do CVM decorrente do Decreto da Assembleia 215/XIII, que estamos a tomar em consideração pelos motivos expostos acima¹⁷⁸, deixa de se encontrar prevista a possibilidade de registo de pessoas coletivas enquanto consultores para investimento autónomos, tendo sido apenas mantida esta possibilidade quanto às pessoas singulares suprarreferidas.

O n.º 3 do artigo 301.º do CVM, na redação decorrente do Decreto da Assembleia 215/XIII, contém um elenco não taxativo de fatores indicadores de falta de

¹⁷⁶ Ver os n.ºs 1 e 2 do artigo 301.º do CVM.

¹⁷⁷ Ver o n.º 3 do artigo 301.º do CVM na versão atualmente em vigor.

¹⁷⁸ Ver o ponto 2.2. *supra*.

idoneidade do consultor para investimento, sendo referidos os casos em que a pessoa que requer o registo para o exercício da atividade de consultor para investimento:

- a) Tenha sido condenada em processo-crime, nomeadamente pela prática de crimes contra o património, burla, abuso de confiança, corrupção, infidelidade, branqueamento de capitais, financiamento do terrorismo ou outros crimes previstos no CVM ou no Código das Sociedades Comerciais¹⁷⁹;
- b) Tenha sido declarada insolvente;
- c) Tenha sido identificada como pessoa afetada pela qualificação da insolvência como culposa, nos termos previstos no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas¹⁸⁰;
- d) Tenha sido condenada em processo de contraordenação intentado pela CMVM, pelo Banco de Portugal ou pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões;
- e) Tenha sido sancionada com pena de suspensão ou de expulsão de associação profissional; ou
- f) Tenha prestado declarações falsas ou inexatas sobre factos relevantes no âmbito de procedimento de apreciação de idoneidade.

No n.º 5 do artigo 301.º do CVM prevê-se que a CMVM publique no seu sítio na Internet a identidade dos consultores para investimento autónomos registados, indicando se os mesmos atuam como consultores para investimento independentes ou não.

As condições mínimas do seguro de responsabilidade civil de que têm de dispor os consultores para investimento são fixadas por norma regulamentar do Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, depois de ouvida a CMVM¹⁸¹.

O registo e a atividade dos consultores para investimento são ainda regulados pelos artigos 8.º e seguintes do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, relativo ao exercício de atividades de intermediação financeira¹⁸².

¹⁷⁹ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, conforme alterado.

¹⁸⁰ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de março, conforme alterado.

¹⁸¹ Ver o n.º 6 do artigo 301.º do CVM.

¹⁸² Cabe referir, nesta sede, o projeto de revisão do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, relativo ao exercício de atividades de intermediação financeira, que se encontra em curso, tendo estado em consulta pública até ao passado dia 23 de maio de 2018, por meio da consulta pública n.º 2/2018. A revisão do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, relativo ao exercício de atividades de intermediação financeira é uma

7. Regime Jurídico Aplicável

Tendo em conta que o serviço de investimento prestado no âmbito da consultoria para investimento robótica é a consultoria para investimento¹⁸³, o regime jurídico atualmente aplicável à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica é, no essencial, o regime jurídico aplicável à prestação do referido serviço de investimento nos seus moldes tradicionais¹⁸⁴.

Pese embora a consultoria para investimento robótica traga novos desafios na aplicação do regime jurídico, não existe qualquer necessidade de construir um novo regime jurídico em virtude desta nova forma de prestação do serviço de consultoria para investimento, bastando uma adaptação do regime já existente a esta nova realidade¹⁸⁵⁻¹⁸⁶.

Aliás, importa referir, nesta sede, a necessidade de contrariar a produção legislativa excessiva que se tem verificado nos últimos anos, principalmente após o início da crise financeira internacional, tanto no plano nacional como no plano europeu, em particular no que respeita aos mercados financeiros.

Não podemos ignorar a necessidade de mudança, demonstrada da pior forma, pela crise financeira internacional vivida recentemente, mas isso não constitui motivo

decorrência natural do processo de transposição da DMIF II e do 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 (doravante “RMIF”).

Sem prejuízo, as alterações projetadas neste âmbito prendem-se apenas com a necessária adaptação do articulado regulamentar em face da alteração do âmbito de aplicação do regime dos consultores para investimento, que passou a ser aplicável apenas a pessoas singulares.

¹⁸³ Para mais informação sobre este serviço consultar o ponto 2.2. *supra*.

¹⁸⁴ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., pp. 213 a 218.

¹⁸⁵ Entendimento idêntico a este parece ser seguido pela ESMA, pelo menos no que respeita às disposições aplicáveis à avaliação da adequação, uma vez que indica que as suas Orientações sobre este tema são aplicáveis a todas as entidades que prestem serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, independentemente dos meios de interação com os clientes, pese embora a aplicação de algumas disposições assumam particular relevância no âmbito da consultoria robótica, definida pela ESMA em sentido amplo, de forma a incluir também a prestação de serviços de gestão de carteiras através de meios automatizados - conferir ESMA, *Guidelines on Certain Aspects...*, cit., p 33.

¹⁸⁶ Importa referir que, em termos de direito a constituir, o Parlamento Europeu parece defender um entendimento diferente, na medida em que recomendou à Comissão que adote disposições específicas aplicáveis à utilização de inteligência artificial, pese embora não se refira em particular à consultoria robótica – conferir EUROPEAN PARLIAMENT, *European Parliament resolution of 16 February 2017 with recommendations to the Commission on Civil Law Rules on Robotics (2015/2103(INL))*, consultado pela última vez a 27 de abril de 2018 em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2017-0051&language=EN&ring=A8-2017-0005>. O mesmo entendimento é defendido, também em termos de direito a constituir, em JOHN LIGHTBOURNE, “Algorithms & Fiduciaries: Existing and Proposed Regulatory Approaches to Artificially Intelligent Financial Planners”, em *Duke Law Journal*, Vol. 67:651, 2017, p. 679, consultado pela última vez a 29 de junho em <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3920&context=dlj>.

justificativo para o excesso regulatório em que vivemos atualmente, que não pode de forma alguma ser considerado benéfico para o adequado funcionamento dos mercados financeiros.

Antes pelo contrário, o excesso regulatório que se tem vindo a verificar a nível europeu, tem representado desafios demasiado altos e custos avultados para os Estados-Membros da União Europeia, os quais se veem obrigados a transpor, de forma rápida e equilibrada, diretivas europeias muito extensas, com o mínimo possível de *goldplating*¹⁸⁷⁻¹⁸⁸, bem como a adaptar os seus regimes jurídicos internos aos diplomas europeus diretamente aplicáveis no ordenamento jurídico interno.

A prova mais visível das dificuldades enfrentadas pelos Estados-Membros da União Europeia na transposição das Diretivas europeias são os frequentes casos de atrasos verificados na transposição das Diretivas e os consequentes processos de infração desencadeados contra os Estados-Membros¹⁸⁹⁻¹⁹⁰.

O excesso regulatório em que vivemos é prejudicial para os mercados financeiros, na medida em que representa dificuldades de atualização e de cumprimento de todas as normas aplicáveis, tanto no que respeita às entidades que disponibilizam os serviços de investimento, como no que respeita aos próprios Estados, no âmbito da União Europeia, como referimos acima.

A constante adaptação a nova legislação e regulamentação e o controlo de cumprimento de um número elevado de diplomas legislativos e regulamentares representam custos muito elevados, que prejudicam o sistema financeiro, com especial

¹⁸⁷ Referindo-se em particular à transposição da DMIF II e à adaptação do ordenamento jurídico interno ao RMIF, bem como ao pacote de diplomas que os acompanham, conferir PAULO CÂMARA, “DMIF II: A nova pedra angular do direito dos mercados financeiros” em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 208 e 209.

¹⁸⁸ A expressão *goldplating* corresponde à adição de imposições nacionais àquelas que são originalmente previstas, levada a cabo aquando da transposição de Diretivas europeias.

¹⁸⁹ Para informação detalhada sobre decisões da Comissão Europeia relativas a infrações consultar a página seguinte: http://ec.europa.eu/atwork/applying-eu-law/infringements-proceedings/infringement_decisions/?lang_code=en. Para mais informação sobre o procedimento de infração consultar a página https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/applying-eu-law/infringement-procedure_pt.

¹⁹⁰ Relativamente ao caso concreto de Portugal, ver “Portugal tem 22 casos pré-contenciosos por atraso na transposição de diretivas comunitárias – MNE”, em *Diário de Notícias*, 18 de julho de 2017, consultado a 3 de maio de 2018, em <https://www.dn.pt/lusa/interior/portugal-tem-22-casos-pre-contenciosos-por-atraso-na-transposicao-de-diretivas-comunitarias--mne-8646359.html> e “Governo reduz de 53 para 6 diretivas europeias com transposição em atraso”, em *Diário de Notícias*, 30 de janeiro de 2018, consultada a 3 de maio de 2018, em <https://www.dn.pt/lusa/interior/governo-reduz-de-53-para-6-diretivas-europeias-com-transposicao-em-atraso-9085569.html>.

incidência nos intermediários financeiros de pequena e de média dimensão, ficando cada vez mais prejudicado o cumprimento do princípio da proporcionalidade¹⁹¹.

Ora, não se pode de modo algum considerar desejável um ordenamento jurídico apenas pensado para grandes empresas, para os grandes intermediários financeiros no que respeita ao tema em análise, deixando para trás os de menor dimensão, que acabarão por sucumbir caso o regime jurídico que lhes seja aplicável continue a representar custos demasiado elevados e desproporcionais em face do seu volume de negócios, problema especialmente intenso no caso português, tendo em conta o elevado número de micro, pequenas e médias empresas em Portugal¹⁹²⁻¹⁹³, não sendo exceção as empresas que atuam no sistema financeiro português.

Atendendo a tudo o que ficou dito acima, a admissibilidade e a legalidade da consultoria para investimento robótica no ordenamento jurídico português dependem apenas do cumprimento dos deveres que já se encontram previstos no regime jurídico aplicável, que é possível¹⁹⁴, nos termos que analisaremos de seguida¹⁹⁵.

Cabe desde já referir que o diploma nuclear no que respeita à consultoria para investimento robótica em instrumentos financeiros é o CVM, ao qual acrescem todos os demais diplomas aplicáveis a nível nacional e europeu.

No que respeita aos diplomas europeus, não podemos deixar de referir o Regulamento Delegado (UE) 2017/565¹⁹⁶, criado no âmbito do pacote DMIF II, o qual

¹⁹¹ Neste sentido PAULO CÂMARA, “DMIF II: A nova...”, cit., p. 209.

¹⁹² Nos termos do disposto no artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro, conforme alterado, consideram-se micro, pequenas e médias empresas, todas as empresas que empregam menos de duzentas e cinquenta pessoas e cujo volume de negócios anual não excede os cinquenta milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede os quarenta e três milhões de euros.

¹⁹³ Segundo os dados mais recentes da PORDATA - Base de Dados de Portugal Contemporâneo, base de dados organizada e desenvolvida pela Fundação Francisco Manuel dos Santos, as micro, pequenas e médias empresas representavam 99,9% do total de empresas em Portugal, no ano 2016. Os dados encontram-se disponíveis para consulta na página <https://www.pordata.pt/Portugal/Pequenas+e+m%C3%A9dias+empresas+em+percentagem+do+total+de+empresas+total+e+por+dimens%C3%A3o-2859>, consultada pela última vez a 03 de maio de 2018.

¹⁹⁴ Defendendo como inquestionável a possibilidade de, num futuro próximo, a generalidade dos investidores terem acesso a consultores robóticos corretamente desenvolvidos, que recomendam produtos adequados de forma honesta e competente, aplicando inclusivamente tecnologia que permita a disponibilização da informação devida, de forma confiável, aos investidores, conferir TOM BAKER, BENEDIT G.C. DELLAERT, “*Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry*”, em *Iowa Law Review*, Vol. 103, 2018, *University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 17-11*, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=2932189>, consultado pela última vez a 20 de maio de 2018, pp. 746 e 747.

¹⁹⁵ Ver o ponto 8. *infra*.

¹⁹⁶ Tratando-se de um Regulamento Delegado da DMIF II, cujo processo de transposição ainda não se encontra concluído, pese embora o diploma de transposição devesse ter entrado em vigor no passado dia 3 de janeiro de 2018, não consideramos, salvo melhor opinião, que o mesmo se encontre atualmente em vigor em Portugal, tendo em conta a falta de transposição das disposições no âmbito das quais foram conferidos à Comissão os poderes necessários para redigir este Regulamento Delegado, relativamente às

passou a conter, a par do CVM, o regime geral aplicável aos intermediários financeiros. Pese embora as disposições do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 sejam destinadas a empresas de investimento, a verdade é que este conceito não é totalmente coincidente com o conceito utilizado a nível nacional, que abrange apenas alguns intermediários financeiros, identificados no artigo 4.º-A do RGICSF.

O conceito de empresa de investimento utilizado no Regulamento Delegado (UE) 2017/565 encontra-se definido no ponto 1) do n.º 1 do artigo 4.º da DMIF II, sendo considerada como empresa de investimento qualquer pessoa coletiva cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividades de investimento a título profissional, sendo deixada aos Estados-Membros a possibilidade de incluir na definição de empresas de investimento pessoas singulares, mediante a verificação de certos requisitos. Por seu turno, o conceito de serviços e de atividades de investimento encontra-se definido no ponto 2) do mesmo artigo, correspondendo a qualquer dos serviços e das atividades enumerados na secção A do anexo I da DMIF II, que incida sobre qualquer dos instrumentos financeiros enumerados na secção C do mesmo anexo.

Entre os serviços elencados na secção A do anexo I da DMIF II encontra-se, no respetivo ponto 5), a consultoria para investimento, motivo pelo qual uma entidade que presta, a título profissional¹⁹⁷, serviços de consultoria para investimento é considerada uma empresa de investimento para efeitos do disposto na DMIF II e no Regulamento Delegado (UE) 2017/565¹⁹⁸⁻¹⁹⁹.

quais assume carácter complementar e acessório, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 290.º do Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia. Na verdade, considerar os atos delegados da DMIF II em vigor em Portugal sem que o conteúdo da própria DMIF II o esteja seria, além de forçado, desprovido de efeito útil, uma vez que de nada serve aplicar disposições que complementam algo que não é aplicável e que, em certos casos, contrariam as disposições atualmente aplicáveis. Sem prejuízo, pelas mesmas razões que apresentámos no ponto 2.2. quanto à consideração da redação do CVM na versão do Decreto da Assembleia 215/XIII, tendo em conta que a redação do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 é uma redação final, que a sua entrada em vigor já deveria ter acontecido caso o Estado português tivesse realizado a transposição da DMIF II nos termos previstos e atendendo à iminência da publicação e da entrada em vigor da legislação de transposição da DMIF II, não faria sentido deixarmos de atender ao disposto no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, relativamente ao qual todas estas questões se desvanecerão a breve trecho.

¹⁹⁷ Ver o conceito de intermediário financeiro tratado no ponto 6 *supra*.

¹⁹⁸ Sem prejuízo, a DMIF II não inclui no seu âmbito de aplicação as pessoas prestam consultoria para investimento no contexto do exercício de outra atividade profissional que não se encontre abrangida pelo âmbito de aplicação da DMIF II, desde que a prestação desse serviço não seja especificamente remunerada, nos termos do disposto na alínea k) do n.º 1 do artigo 2.º da DMIF II.

¹⁹⁹ A alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º da DMIF II prevê a possibilidade de os Estados-Membros optarem por isentar da aplicação do regime previsto naquela diretiva as entidades que apenas se encontrem autorizadas a prestar serviços de consultoria para investimento em valores mobiliários e unidades de

O próprio Regulamento Delegado (UE) 2017/565 esclarece, no n.º 2 do seu artigo 1.º, que as referências a empresas de investimento devem ser consideradas como abrangendo as instituições de crédito.

Tendo em conta a forma como é prestado o serviço de consultoria para investimento robótica, é também aplicável o Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de maio, que regula os contratos à distância relativos a serviços financeiros²⁰⁰⁻²⁰¹, a não ser que o contrato seja celebrado presencialmente, com a entidade prestadora do serviço de consultoria para investimento robótica, em momento anterior ao início da prestação do serviço.

Atendendo a tudo o que ficou dito acima, passaremos a analisar os deveres aplicáveis aos intermediários financeiros portugueses no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica, com especial enfoque nas especificidades apresentadas pela consultoria para investimento robótica em face da consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais.

participação em organismos de investimento coletivo e/ou de receção e transmissão de ordens sobre os referidos instrumentos financeiros, mediante a verificação de certos requisitos.

No entanto, o n.º 2 do mesmo artigo prevê que essas entidades fiquem sujeitas a requisitos análogos aos previstos na DMIF II quanto certos aspetos da sua atividade, designadamente, no que respeita a condições e procedimentos de autorização e de supervisão contínua, a regras de conduta e a requisitos organizativos. Nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 3.º da DMIF II estas entidades não podem beneficiar da liberdade de prestação de serviços ou de exercício de atividades nem de estabelecimento de sucursais. Encontram-se nesta situação, no caso português, os consultores para investimento, referidos *supra* no ponto 6. e, em especial, no ponto 6.7.

²⁰⁰ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 214.

²⁰¹ Sobre este tema ver também JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Banca Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, 5.ª edição revista e aumentada, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 171 e seguintes.

8. Os Deveres Gerais dos Intermediários Financeiros na Consultoria para Investimento Robótica

Os deveres gerais aplicáveis à intermediação financeira²⁰² têm sofrido um desenvolvimento exponencial, no seguimento da cada vez maior sofisticação dos mercados financeiros, decorrente da grande diversidade de instrumentos financeiros negociados e da concorrência entre estruturas de negociação, que implicam a necessidade de um maior apoio dos investidores, principalmente dos investidores não profissionais²⁰³⁻²⁰⁴.

Os deveres dos intermediários financeiros encontram-se tratados, em geral, no Título VI do CVM.

Não analisaremos nesta sede todos os deveres gerais dos intermediários financeiros, uma vez que nem todos se aplicam à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica. Nesta situação encontram-se, designadamente, o dever de melhor execução de ordens, o dever de melhor transmissão de ordens e o dever de salvaguarda dos bens dos clientes.

Importa não esquecer que as regras previstas para as atividades de intermediação financeira são aplicáveis aos consultores para investimento autónomos, com as devidas adaptações, como referimos acima²⁰⁵.

8.1. Os Deveres Gerais de Organização Interna

A. Introdução

Os intermediários financeiros encontram-se obrigados a cumprir uma série de deveres de organização interna, os quais se destinam a assegurar o rigor da intermediação financeira e a evitar riscos operacionais, como o desvio de fundos e a existência de fraudes²⁰⁶, protegendo os clientes e o próprio mercado²⁰⁷.

²⁰² Para mais informação sobre os deveres dos intermediários financeiros conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 289 e seguintes.

²⁰³ Conferir PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., p. 358.

²⁰⁴ Para mais informação sobre a classificação dos investidores ver o ponto 8.4. *infra*.

²⁰⁵ Ver o ponto 6. *supra*.

²⁰⁶ Conferir PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., p. 388.

²⁰⁷ Conferir ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Volume 2, 7.ª edição reformulada e atualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 2013 p.121.

Os deveres de organização interna dos intermediários financeiros são tratados, em geral, nos artigos 305.º e seguintes do CVM, bem como nos artigos 21.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

Nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 305.º do CVM, os intermediários financeiros devem equipar a sua organização interna com os meios humanos, materiais e técnicos necessários para prestar os seus serviços em condições adequadas de qualidade, profissionalismo, regularidade, continuidade e de eficiência, bem como de forma a evitar procedimentos errados.

B. Controlo Interno

O intermediário financeiro deve dispor de procedimentos de controlo interno adequados, incluindo regras relativas às transações dos seus colaboradores e à detenção ou gestão de investimentos em instrumentos financeiros para investimento por conta própria²⁰⁸.

O sistema de controlo interno dos intermediários financeiros, em especial, das instituições de crédito e das sociedades financeiras, tem sido alvo de uma atenção crescente, uma vez que no contexto da crise financeira de 2008 as práticas insuficientes a este nível foram associadas à própria crise²⁰⁹.

Do sistema de controlo interno dos intermediários financeiros fazem parte o sistema de controlo do cumprimento, a gestão de riscos e a auditoria interna.

O sistema de controlo de cumprimento²¹⁰ visa acautelar o cumprimento, pelos intermediários financeiros, de todos os deveres a que se encontram sujeitos, implicando a adoção das políticas e dos procedimentos internos necessários para assegurar o referido cumprimento²¹¹. Os intermediários financeiros devem manter uma função de controlo do cumprimento independente, permanente e eficaz, que disponha de acesso a todas as informações relevantes e da autoridade, dos recursos e da capacidade técnica

²⁰⁸ Conferir a alínea b) do n.º 1 do CVM.

²⁰⁹ Conferir, DIOGO PEREIRA DUARTE, FRANCISCO PASSARADAS, “Gestão de Risco, *Compliance* e Auditoria Interna”, em *Estudos de Direito Bancário*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, JANUÁRIO DA COSTA GOMES, MIGUEL BRITO BASTOS, ANA ALVES LEAL (Coord.), Almedina, Coimbra, 2018, p. 194.

²¹⁰ O sistema de controlo do cumprimento é tratado, em especial, nos artigos 305.º-A do CVM e 22.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²¹¹ Conferir o n.º 2 do artigo 305.º-A do CVM.

necessários para controlar o cumprimento, devendo ser nomeado um responsável pelo controlo do cumprimento²¹².

A função de controlo do cumprimento tem responsabilidades fundamentais no seio da organização interna dos intermediários financeiros²¹³, assumindo cada vez maior relevância em função do maior detalhe que tem vindo a ser conferido aos deveres aplicáveis aos intermediários financeiros e da proliferação da legislação e regulamentação aplicáveis, que dificulta o controlo do cumprimento de todos aqueles deveres.

O sistema de gestão de riscos²¹⁴ envolve a adoção de políticas e de procedimentos destinados a identificar e a gerir os riscos relacionados com as suas atividades, os seus procedimentos e os seus sistemas, considerando o nível de risco por si tolerado²¹⁵. Sempre que seja adequado e proporcional à dimensão e à complexidade do intermediário financeiro e das atividades por si realizadas, o intermediário financeiro deve manter uma função de gestão de riscos independente²¹⁶.

Os intermediários financeiros devem ainda estabelecer um sistema de auditoria interna²¹⁷, o qual também deverá ser independente quando seja adequado e proporcional à dimensão e à complexidade do intermediário financeiro e das suas atividades²¹⁸.

A auditoria interna é responsável pelo desenvolvimento e pela aplicação de um plano de auditoria destinado a avaliar a adequação e a eficácia dos sistemas, dos mecanismos de controlo interno e dos dispositivos do intermediário financeiro, pela emissão de recomendações baseadas nos resultados dos trabalhos realizados de acordo com o plano de auditoria supramencionado e pela verificação da observância destas recomendações, bem como pela apresentação de relatórios relacionados com a auditoria interna²¹⁹.

²¹² Conferir os n.ºs 2 e 3 do artigo 21.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²¹³ As responsabilidades da função de controlo do cumprimento encontram-se descritas no artigo 305.º-A do CVM, no artigo 22.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, bem como em diversa legislação avulsa.

²¹⁴ A gestão de riscos encontra-se tratada, em especial, nos artigos 305.º-B do CVM e 23.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²¹⁵ Conferir o n.º 1 do artigo 305.º-B do CVM.

²¹⁶ Conferir o n.º 2 do artigo 23.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²¹⁷ A auditoria interna é tratada, em especial, nos artigos 305.º-C do CVM e 24.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²¹⁸ Conferir o n.º 1 do artigo 305.º-C do CVM.

²¹⁹ Conferir o artigo 24.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

Os intermediários financeiros devem adotar sistemas e procedimentos de deteção e de comunicação de ordens ou de operações suspeitas de constituírem abuso de mercado²²⁰.

C. Conhecimentos e Competências de Colaboradores

O intermediário financeiro deve também assegurar-se da adequação dos conhecimentos e das competências dos seus colaboradores ao cumprimento dos seus deveres²²¹. A preocupação com a adequação dos conhecimentos e da experiência dos colaboradores dos intermediários financeiros tem vindo a ganhar cada vez maior relevo nos últimos anos, também no seguimento dos comportamentos menos adequados que vieram a público no âmbito da crise financeira recente, passando a constar do CVM, um artigo inteiramente dedicado a este tema, o artigo 305.º-G, que estabelece especiais exigências no que respeita aos conhecimentos e às competências dos colaboradores que prestam serviços de consultoria para investimento, bem como dos colaboradores que dão informações a investidores sobre instrumentos financeiros e serviços de investimento, principais ou auxiliares.

O artigo 305.º-G impõe uma avaliação no mínimo anual da adequação dos conhecimentos e das competências dos colaboradores supramencionados, bem como a inclusão de uma análise sobre a observância dos critérios de avaliação dos conhecimentos e das competências dos referidos colaboradores nos relatórios de controlo do cumprimento.

Ainda no que respeita à adequação dos conhecimentos e das competências dos colaboradores dos intermediários financeiros que prestam serviços de consultoria para investimento e que dão informações a investidores sobre produtos financeiros e serviços de investimento principais ou auxiliares, foi publicado um Projeto de Regulamento da CMVM, objeto da Consulta Pública n.º 3/2017²²², que terminou no dia 02 de agosto de 2017.

Neste Projeto de Regulamento da CMVM são definidos os conteúdos mínimos a dominar por estes colaboradores, exigindo-se avaliação e certificação de conhecimentos

²²⁰ Conferir a alínea k) do n.º 1 do artigo 305.º do CVM.

²²¹ Conferir o n.º 2 do artigo 305.º do CVM.

²²² Para mais informação sobre a Consulta Pública n.º 3/2017 pode ser consultada a página da CMVM <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Paginas/20170621.aspx?v=>, consultada pela última vez a 01 de junho de 2017.

com aproveitamento não inferior a 70 % e prevendo-se, inclusivamente, um mínimo de horas de formação inicial, de cento e trinta horas no caso dos colaboradores que prestam serviços de consultoria para investimento, bem como um mínimo de horas de formação contínua anual, de trinta horas no para aqueles colaboradores, pese embora o intermediário financeiro possa estabelecer um mínimo de horas de formação mais baixo, desde que o faça fundamentadamente, com base no princípio da proporcionalidade²²³. Exige-se ainda, no Projeto de Regulamento da CMVM, que os colaboradores supramencionados possuam uma experiência profissional mínima de seis meses desenvolvida a tempo inteiro, ou por tempo equivalente²²⁴.

Claro que, no caso da consultoria para investimento robótica, na medida em que o serviço é prestado através de um *software* desenvolvido para esse efeito, não estão em causa os conhecimentos e a competência destes consultores, que não são colaboradores do intermediário financeiro. Sem prejuízo, a preocupação subjacente a estas disposições mantém-se, sendo necessário assegurar que o *software* é desenvolvido e parametrizado de forma a permitir que seja assegurado o cumprimento dos deveres previstos na legislação e regulamentação aplicáveis, pois de outro modo o intermediário financeiro não poderia cumprir os seus deveres no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento robótica.

D. Segurança da Informação

Importa garantir a segurança da informação, relativamente à qual devem ser aplicados mecanismos sólidos que garantam a autenticação dos meios de transferência das informações, de forma a minimizar o risco de corrupção de dados e de acesso não autorizados, evitando fugas de informação e mantendo a confidencialidade dos dados²²⁵.

A preocupação com a segurança da informação tem vindo a ser reforçada nos últimos anos no âmbito da cada vez maior utilização de novas tecnologias, nas quais se baseia também a consultoria para investimento robótica.

²²³ Conferir o artigo 2.º, n.ºs 2, 3, 4 e 6 do Projeto de Regulamento da CMVM, disponível para consulta em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Regulamento_em_consulta_3_2017.pdf, consultado pela última vez a 01 de junho de 2018.

²²⁴ Conferir o artigo 3.º do Projeto de Regulamento da CMVM, disponível para consulta em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Regulamento_em_consulta_3_2017.pdf, consultado pela última vez a 01 de junho de 2018.

²²⁵ Conferir o n.º 3 do artigo 305.º do CVM.

E. Reclamações de Clientes e Comunicação Interna

Os intermediários financeiros devem manter um procedimento eficaz e transparente para o tratamento adequado e rápido de reclamações recebidas de investidores não profissionais²²⁶.

Devem ser adotados, pelos intermediários financeiros, meios e procedimentos que assegurem a possibilidade de os seus colaboradores comunicarem internamente factos, provas ou informações relacionadas com infrações ou irregularidades, devendo organizar o tratamento e a conservação dos elementos recebidos²²⁷.

F. Órgão de Administração

O órgão de administração tem, como não poderia deixar de ser, um papel de relevo no cumprimento dos deveres de organização interna do intermediário financeiro, sendo o responsável por garantir o cumprimento dos deveres a que este se encontra sujeito, devendo definir, aprovar e controlar a organização do intermediário financeiro para o exercício das suas atividades, bem como acompanhar e avaliar periodicamente a eficácia das políticas e dos procedimentos internos do intermediário financeiro, tomando as medidas adequadas para corrigir eventuais deficiências detetadas e para prevenir a sua ocorrência futura²²⁸.

Nos termos do disposto no n.º 5 do artigo 304.º do CVM, os princípios orientadores da atividade dos intermediários financeiros e os deveres relativos à organização e ao exercício da sua atividade são aplicáveis aos titulares do órgão de administração e às pessoas que dirigem efetivamente a atividade do intermediário financeiro ou de eventuais agentes vinculados, aos colaboradores do intermediário financeiro, de eventuais agentes vinculados ou de entidades subcontratadas pelo intermediário financeiro, envolvidos no exercício ou na fiscalização de atividades de intermediação financeira ou de funções operacionais que sejam essenciais à prestação de serviços de forma contínua e em condições de qualidade e eficiência.

²²⁶ Conferir o n.º 1 do artigo 305.º-E do CVM. O procedimento de tratamento de reclamações de investidores deve obedecer ao disposto nos artigos 305.º-E do CVM e 26.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²²⁷ A comunicação interna de factos, provas e informações é tratada no artigo 305.º-F do CVM.

²²⁸ Conferir os n.ºs 1 e 2 do artigo 305.º-D do CVM.

G. Subcontratação

A subcontratação de terceiros, por intermediário financeiro, para a prossecução de atividades de intermediação financeira ou para a execução de funções operacionais, que sejam essenciais ou importantes para a prestação dos seus serviços de forma contínua e em condições de qualidade e eficiência, implica que o intermediário financeiro adote as medidas necessárias para evitar riscos operacionais adicionais, que possam decorrer da subcontratação, apenas podendo recorrer a entidades subcontratadas se o fizer de forma que não prejudique o seu controlo interno nem a capacidade de as autoridades competentes controlarem o cumprimento dos seus deveres²²⁹.

Os deveres a observar pelos intermediários financeiros no âmbito da subcontratação encontram-se atualmente tratados, em geral, nos artigos 30.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

H. Compilação das Políticas e dos Procedimentos

Importa ainda deixar uma nota sobre o dever de manutenção das políticas e dos procedimentos legal e regulamentarmente previstos permanentemente compilados e disponíveis para consulta²³⁰.

I. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

Os deveres gerais de organização interna não apresentam especificidades de relevo no âmbito da consultoria para investimento robótica.

8.2. O Dever de Registo e de Conservação de Documentos

A. Introdução

Os intermediários financeiros têm o dever de manutenção de registos²³¹ da sua organização interna²³² e de todos os seus serviços, atividades e transações, de forma a poder demonstrar o cumprimento dos seus deveres internos e perante os investidores²³³.

²²⁹ Conferir o n.º 1 do artigo 308.º do CVM.

²³⁰ Conferir o artigo 13.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007.

Deve ainda ser mantida uma lista interna de todas as remunerações, comissões e benefícios não monetários recebidos de um terceiro em relação à prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares, com informação suficiente para demonstrar o cumprimento das regras vigentes em matéria de receção de benefícios²³⁴⁻²³⁵.

B. Registo de Cliente

Nos termos do disposto no artigo 307.º-A do CVM, os intermediários financeiros devem também manter um registo de cada um dos seus clientes, o qual deve conter, designadamente, informação atualizada relativa aos direitos e às obrigações de ambas as partes nos contratos de intermediação financeira celebrados.

No artigo 12.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007 encontra-se previsto que o registo de cliente deve conter, pelo menos, as seguintes informações:

- a) A identificação do cliente;
- b) O número de cliente;
- c) O domicílio ou sede do cliente;
- d) A data de abertura do registo de cliente;
- e) Os serviços de intermediação financeira prestados e as respetivas alterações, indicando, em ambos os casos, as datam de início e termo;
- f) A identificação das contas de dinheiro, instrumentos financeiros e outros ativos a movimentar no decurso da prestação das atividades de intermediação financeira contratadas, discriminando as contas afetas a cada atividade;
- g) A identificação de todas as contas no intermediário financeiro de que o cliente é titular, tem legitimidade para movimentar, é usufrutuário ou credor pignoratício;
- h) A identificação das pessoas autorizadas a movimentar cada uma das contas identificadas de acordo com o disposto nas alíneas f) e g) *supra*;

²³¹ O dever de manutenção de registos pelos intermediários financeiros é tratado, em especial, no artigo 307.º do CVM e nos artigos 72.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²³² Conferir a alínea f) do n.º 1 do artigo 21.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²³³ Conferir a alínea a) do n.º 5 do artigo 307.º do CVM e a alínea f) do n.º 1 do artigo 21.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²³⁴ Conferir a alínea c) do n.º 5 do artigo 307.º do CVM.

²³⁵ As regras aplicáveis à receção de benefícios encontram-se nos artigos 313.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.

- i) As eventuais condições especiais de remuneração do serviço convencionadas com o cliente;
- j) A natureza do investidor;
- k) Os elementos que refletem o resultado da realização dos testes de adequação ao perfil de cliente;
- l) A identificação inequívoca dos documentos de suporte do registo;
- m) Os cargos públicos que exerce ou exerceu e a identidade do beneficiário económico das operações, caso não seja o próprio, quando exigido por lei.

Nos termos do disposto no n.º 2 do mesmo artigo, devem ser mantidos como anexo ao registo do cliente os seguintes documentos:

- a) Cópia dos documentos de identificação legalmente bastantes para o efeito, os quais devem conter uma fotografia, no caso das pessoas singulares;
- b) Cópia do registo comercial ou equivalente, no caso de entidades a estes sujeitas, ou cópia da inscrição no Registo Nacional de Pessoas Coletivas ou equivalente, no caso das restantes entidades;
- c) Exemplar assinado pelo cliente dos contratos necessários para a prestação dos serviços de intermediação financeira em causa;
- d) Cópia do documento que confere poderes para movimentação da conta, quando aplicável;
- e) Cópia das informações escritas fornecidas ao cliente, em cumprimento das disposições legais e regulamentares aplicáveis;
- f) Informação de suporte aos testes de adequação realizados.

C. Atualização e Suporte de Conservação

Os intermediários financeiros devem manter os registos supramencionados devidamente atualizados²³⁶.

Nos termos do disposto no n.º 5 do artigo 307.º-B do CVM, os referidos registos devem ser conservados num suporte que permita o armazenamento de informação acessível para futura consulta pela CMVM e de modo que permita (i) reconstituir cada uma das fases essenciais do tratamento de todas as operações, (ii) a fácil verificação de

²³⁶ Conferir o n.º 3 do artigo 12.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007.

quaisquer correções ou outras alterações, bem como o conteúdo dos registos antes dessas correções ou alterações e (iii) que não seja possível manipular ou alterar, por qualquer forma, o conteúdo dos registos²³⁷.

D. Prazo de Conservação

O prazo de conservação dos documentos e registos pelos intermediários financeiros pode variar, devendo ser, por regra, mantidos pelo prazo de cinco anos a contar²³⁸:

- a) Da data da realização da operação, no caso de operações sobre instrumentos financeiros, incluindo ordens recebidas;
- b) Do termo da relação de clientela, no caso dos contratos de prestação de serviço celebrados com os clientes e dos documentos com as condições da prestação de serviços ao cliente;
- c) Do recebimento ou pagamento, no caso das remunerações, comissões ou benefícios não monetários pagos ou recebidos concebidos para reforçar a qualidade do serviço prestado ao cliente.

Alguma legislação avulsa prevê a manutenção de registos por períodos mais longos, designadamente a Lei n.º 83/2017, cujo n.º 1 do artigo 51.º prevê a conservação, por um período de sete anos após o momento em que a identificação do cliente se processou ou, no caso das relações de negócios, após o termo das mesmas:

- a) Das cópias, dos registos ou dos dados eletrónicos extraídos de todos os documentos que obtenha ou que lhe sejam disponibilizados pelos clientes ou por quaisquer outras pessoas, no âmbito dos procedimentos de identificação e de diligência previstos na referida Lei;
- b) Da documentação integrante dos processos ou dos ficheiros relativos aos clientes e às suas contas, incluindo a correspondência comercial enviada; e
- c) De quaisquer documentos, registos e análises, de foro interno ou externo, que formalizem o cumprimento do disposto na Lei n.º 83/2017.

²³⁷ Sobre este tema, conferir também o artigo 72.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²³⁸ Conferir o n.º 1 do artigo 307.º-B do CVM.

E. Registos Ocasionais

Além dos supramencionados deveres gerais de registo e de conservação de documentos, encontram-se previstos alguns deveres especiais, designadamente o dever de registo de situações que originem conflitos de interesses²³⁹ e o dever de manutenção de registos de todas as reclamações recebidas de clientes e das medidas tomadas para lhes dar resposta²⁴⁰, devendo este registo incluir (i) a reclamação, (ii) a identificação do reclamante, (iii) a data de recebimento da reclamação pelo intermediário financeiro, (iv) a identificação da atividade de intermediação financeira em causa, (v) a data da ocorrência dos factos, (vi) a identificação do colaborador que praticou o ato ao qual se refere a reclamação, (vii) a apreciação efetuada pelo intermediário financeiro, (viii) as medidas tomadas para resolver a questão e (ix) a data da sua comunicação das referidas medidas ao reclamante.

Outro dever de registo especialmente previsto corresponde ao dever de os intermediários financeiros gravarem em suporte fonográfico, as ordens recebidas, transmitidas ou executadas telefonicamente, por conta própria ou de terceiros, conservando a referida gravação e, no caso de as ordens serem comunicadas através de meios eletrónicos, proceder ao registo das mesmas²⁴¹. Pese embora este seja um dever de grande relevo para os intermediários financeiros que prestem serviços relacionados com ordens de clientes, não se enquadra no âmbito do serviço de consultoria para investimento robótica, motivo pelo qual não o vamos aprofundar nesta sede.

F. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

O cumprimento do dever de registo e de conservação de documentos não apresenta especificidades dignas de nota no âmbito da consultoria para investimento robótica, podendo até ficar facilitado, em alguns casos, na medida em que é possível registar automaticamente o processo de aconselhamento e os demais procedimentos levados a cabo pelo consultor robótico.

²³⁹ Conferir a alínea c) do n.º 1 do artigo 309.º-A do CVM. Para mais informações sobre este tema ver o ponto 8.2. *infra*.

²⁴⁰ Conferir o n.º 2 do artigo 305.º-E do CVM e o n.º 1 do artigo 26.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁴¹ Conferir os n.ºs 6 e 7 do artigo 307.º-B do CVM e o artigo 76.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

8.3. O Dever de Prevenção e de Gestão de Conflitos de Interesses

A. Introdução

Pese embora o dever de prevenção de conflitos de interesses²⁴² tenha implicações no que respeita à organização interna, este dever tem também um relevante impacto na relação do intermediário financeiro com os seus clientes, tendo vindo a tornar-se cada vez mais exigente nos últimos anos²⁴³.

O tema dos conflitos de interesses encontra-se tratado, de modo geral, nos artigos 309.º, 309.º-A e 309.º-H do CVM²⁴⁴ e nos artigos 33.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

Nesta sede, os intermediários financeiros têm o dever de se organizar de forma a identificar possíveis conflitos de interesses e de atuar de modo a evitar ou a reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência²⁴⁵, devendo adotar uma política em matéria de conflitos de interesses, que especifique os procedimentos adotados para prevenir ou gerir situações de conflito de interesses²⁴⁶.

Na prestação de serviços de consultoria para investimento podem surgir situações de conflito de interesse entre clientes, entre os colaboradores do intermediário financeiro e os seus clientes, bem como entre os clientes e o próprio intermediário financeiro.

Perante qualquer situação de conflito de interesses, os intermediários financeiros devem dar sempre prevalência aos interesses dos clientes sobre quaisquer outros

²⁴² Sobre este tema conferir SOFIA LEITE BORGES, “Conflito de Interesses e Intermediação Financeira” em *Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2010.

²⁴³ Conferir JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflito de Interesses e Benefícios (*inducements*) dos Intermediários Financeiros Perante a DMIF II”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 227 e seguintes. Referindo-se em especial ao fortalecimento da tutela conferida aos investidores no âmbito da DMIF II, conferir ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “DMIF II e Consultoria para Investimento: da Compliance à Revisão de Modelos de Negócio”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 217 e seguintes.

²⁴⁴ No que respeita aos intermediários financeiros que negociam por conta própria, importa também atender ao disposto nos artigos 346.º e 347.º do CVM.

²⁴⁵ Conferir o n.º 1 do artigo 309.º do CVM.

²⁴⁶ Conferir a alínea a) do n.º 1 do artigo 309.º-A do CVM e a alínea b) do n.º 2 do artigo 34.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

interesses em presença e agir de forma a assegurar aos seus clientes um tratamento transparente e equitativo²⁴⁷.

Os intermediários financeiros devem proceder ao registo das atividades que originem conflitos de interesses²⁴⁸⁻²⁴⁹.

B. Transações Pessoais

Os intermediários financeiros devem adotar medidas em matéria de transações pessoais a realizar por pessoas relevantes²⁵⁰, considerando-se como tal qualquer administrador, parceiro ou equivalente, gestor ou agente vinculado do intermediário financeiro, qualquer administrador, parceiro ou equivalente ou gestor de qualquer agente vinculado do intermediário financeiro, qualquer empregado do intermediário financeiro ou de um agente vinculado, bem como qualquer outra pessoa singular cujos serviços sejam prestados e estejam sob o controlo do intermediário financeiro ou de um agente vinculado, envolvido na prestação de serviços e no exercício de atividades de investimento. É ainda considerada como pessoa relevante qualquer pessoa singular diretamente envolvida na prestação de serviços ao intermediário financeiro ou a um seu agente vinculado, ao abrigo de um acordo de subcontratação, concluído com vista à prestação de serviços e ao exercício de atividades de investimento por parte do intermediário financeiro²⁵¹.

C. Remuneração e Avaliação dos Colaboradores

Ainda no âmbito do dever de prevenção e de gestão de conflitos de interesses, os intermediários financeiros devem assegurar que a remuneração e a avaliação dos seus colaboradores não conflituam com o seu dever de atuar no sentido da proteção dos legítimos interesses do cliente, devendo, para esse efeito, adotar, aplicar e rever regularmente uma política de avaliação de desempenho e de remuneração dos seus colaboradores, que não conflitue com o dever de agir no interesse dos seus clientes, não devendo ser prevista a atribuição de remuneração em função do teor do

²⁴⁷ Conferir os n.ºs 2 e 3 do artigo 309.º do CVM.

²⁴⁸ Conferir a alínea c) do n.º 1 do artigo 309.º-A do CVM.

²⁴⁹ Para mais informação sobre os deveres de registo, ver o ponto 8.2. *supra*.

²⁵⁰ Conferir a alínea d) do n.º 1 do artigo 309.º-A do CVM.

²⁵¹ A definição de pessoa relevante encontra-se no n.º 1 do artigo 2.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

aconselhamento, a fixação de objetivos de aconselhamento, ou outras medidas que criem um incentivo à recomendação de um instrumento financeiro, quando outro instrumento corresponda melhor às necessidades dos clientes, em especial dos clientes não profissionais²⁵².

D. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

O cumprimento do dever de prevenção e de gestão de conflitos de interesses não se encontra dificultado no âmbito da consultoria para investimento robótica e, na verdade, não podemos dizer que o consultor robótico tenha interesses no sentido próprio do termo, mas o *software* subjacente à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica acabará por refletir os interesses do seu criador, motivo pelo qual importa continuar a assegurar o cumprimento do dever de prevenção de conflitos de interesses, tanto antes como durante a prestação deste serviço.

8.4. O Dever de Classificação dos Clientes

A. Introdução

Os intermediários financeiros têm o dever de classificar os seus clientes como investidores profissionais, não profissionais ou contrapartes elegíveis, devendo adotar políticas e procedimentos internos, escritos, para esse efeito²⁵³.

O dever de classificação dos clientes é tratado, de forma geral, nos artigos 30.º e 317.º a 317.º-D do CVM e nos artigos 45.º e 71.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

B. Categorias de Investidores

Os investidores não profissionais beneficiam da maior proteção legal, sendo conferido aos investidores profissionais um grau de proteção intermédio. Por seu turno, as contrapartes elegíveis são os investidores que beneficiam de um menor grau de proteção.

²⁵² Conferir os n.ºs 1 e 2 do artigo 309.º-H do CVM.

²⁵³ Conferir o n.º 1 do artigo 317.º do CVM.

Os investidores profissionais são aqueles que, por definição, possuem a experiência, as competências e os conhecimentos necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento, compreendendo e ponderando os riscos que as mesmas envolvem, tendo em consideração a natureza e a dimensão dos serviços, dos instrumentos financeiros e das operações a contratar²⁵⁴.

Nomeadamente, nos termos do disposto no artigo 30.º do CVM consideram-se investidores profissionais as seguintes entidades:

- a) As instituições de crédito;
- b) As empresas de investimento;
- c) As empresas de seguros;
- d) As instituições de investimento coletivo e as respetivas sociedades gestoras;
- e) Os fundos de pensões e as respetivas sociedades gestoras;
- f) Outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, nomeadamente os fundos de titularização de créditos, as respetivas sociedades gestoras e as demais sociedades financeiras previstas na lei, as sociedades de titularização de créditos, as sociedades de capital de risco, os fundos de capital de risco e as respetivas sociedades gestoras;
- g) As instituições financeiras de Estados que não sejam membros da União Europeia que exerçam atividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores;
- h) As entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias;
- i) Os governos de âmbito nacional e regional, os bancos centrais e os organismos públicos a nível nacional ou regional que administram a dívida pública ou que gerem fundos destinados ao financiamento de sistemas de segurança social ou de regimes de pensões de reforma ou de proteção de trabalhadores, as instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial;
- j) As pessoas que prestem serviços de investimento, 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

²⁵⁴ Esta caracterização geral dos investidores profissionais decorre do disposto no n.º 2 do artigo 317.º-B do CVM.

ou participação na formação de preços por conta de outros membros dos referidos mercados, que sejam garantidas por um membro compensador que atue nos mesmos, quando a responsabilidade pela execução dos contratos celebrados for assumida por um desses membros;

- k) As pessoas coletivas cuja dimensão, de acordo com as suas últimas contas individuais, satisfaça dois dos seguintes critérios:
- i. Capital próprio de dois milhões de euros;
 - ii. Ativo total de vinte milhões de euros;
 - iii. Volume de negócios líquido de quarenta milhões de euros.
- l) Outros investidores como tal classificados pela CMVM.

São contrapartes elegíveis do intermediário financeiro as entidades referidas nas alíneas a) a i) *supra* que com ele se relaciona, com exceção das referidas na alínea h), dos governos e dos organismos públicos de âmbito regional.

Todos os clientes que não se insiram nas categorias de investidores profissionais ou de contrapartes elegíveis, supramencionadas, são considerados, à partida, como investidores não profissionais.

C. Atribuição de Maior ou Menor Proteção

Sem prejuízo da classificação inicial do cliente, os intermediários financeiros podem, por sua própria iniciativa, conferir ao cliente um tratamento que lhe atribua maior proteção do que aquele que legalmente teria de lhes ser dado em função da sua classificação²⁵⁵.

Mediante pedido do cliente e celebração de acordo escrito entre este e o intermediário financeiro, pode ser conferida uma maior proteção aos investidores inicialmente classificados como contrapartes elegíveis ou como investidores profissionais²⁵⁶.

Os clientes inicialmente classificados como investidores não profissionais também têm a possibilidade de solicitar ao intermediário financeiro o tratamento como investidores profissionais, pese embora neste caso o intermediário financeiro tenha de

²⁵⁵ Esta possibilidade decorre do n.º 2 do artigo 317.º do CVM, encontrando-se também prevista no n.º 3 do artigo 45.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁵⁶ Conferir o artigo 317.º-A e o n.º 2 do artigo 317.º-D do CVM, bem como os n.ºs 2 a 4 do artigo 71.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

avaliar previamente a possibilidade de reclassificação, em face dos conhecimentos e da experiência do cliente em concreto, sendo necessário que se encontrem verificados certos requisitos mínimos e que sejam observados os procedimentos legalmente estabelecidos²⁵⁷.

Nos termos do disposto no artigo 317.º-C do CVM, compete ao cliente que tenha solicitado o tratamento como investidor profissional manter o intermediário financeiro informado sobre qualquer alteração suscetível de afetar os pressupostos que conduziram à sua classificação. Sem prejuízo, quando o intermediário financeiro tome conhecimento que um cliente deixou de satisfazer os requisitos que determinaram a sua classificação como investidor profissional deve informar o cliente de que passará a tratá-lo como investidor não profissional caso este não comprove, num prazo previamente determinado pelo intermediário financeiro, a manutenção dos requisitos.

É ainda admitida a possibilidade de os investidores profissionais referidos na alínea k) *supra* serem tratados como contrapartes elegíveis, quando este tratamento seja por eles aceites, por escrito, relativamente a um tipo de operação ou a operações específicas²⁵⁸.

D. Comunicação da Classificação Atribuída

Antes da realização ou prestação de qualquer serviço, o intermediário financeiro informa os clientes da classificação atribuída, devendo informá-los também acerca do seu direito a requerer uma classificação diferente, quando aplicável, bem como das respetivas implicações²⁵⁹.

E. Impacto da Classificação Atribuída ao Cliente

A classificação do cliente tem impacto na relação entre este e o intermediário financeiro a vários níveis, sendo necessário que este cumpra um elenco mais alargado de deveres legal e regulamentarmente previstos perante os investidores não

²⁵⁷ Os requisitos e procedimentos aplicáveis à solicitação de tratamento como investidor profissional encontram-se tratados no artigo 317.º-B do CVM.

²⁵⁸ Conferir o n.º 4 do artigo 317.º-D do CVM.

²⁵⁹ Conferir a alínea b) do n.º 1 do artigo 312.º do CVM e os n.ºs 1 e 2 do artigo 45.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

profissionais, ficando dispensado de cumprir alguns deles nas relações com investidores profissionais e com contrapartes elegíveis²⁶⁰.

F. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

O cumprimento do dever de classificação de clientes não apresenta especificidades de relevo na consultoria para investimento robótica, havendo apenas uma alteração no modo de recolha e de tratamento da informação sobre os clientes para este efeito.

8.5. O Dever de Avaliação da Adequação

A. Introdução

As disposições relativas ao dever de avaliação da adequação encontram-se, de forma geral, nos artigos 314.º a 314.º-D do CVM e nos artigos 54.º a 58.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, nos termos dos quais os intermediários financeiros devem recolher informações suficientes para avaliar se os serviços ou instrumentos financeiros são adequados ao perfil dos clientes atendendo aos seus conhecimentos e à sua experiência, os quais devem ser suficientes para que o cliente possa compreender os riscos envolvidos²⁶¹.

B. Procedimentos Gerais de Avaliação da Adequação

A avaliação da adequação compreende dois momentos distintos. Em primeiro lugar, o processo de recolha de informações sobre o conhecimento e a experiência de investimento de um determinado cliente e, no âmbito da consultoria para investimento,

²⁶⁰ As diferenças existentes nas relações dos intermediários financeiros com os clientes que sejam investidores profissionais em face daqueles que não o sejam podem ser encontradas em diversas disposições, designadamente, apenas a título de exemplo, no n.º 3 do artigo 306.º-A, na alínea b) do n.º 1 do artigo 312.º, ambos do CVM e no n.º 3 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565. Em especial, no que respeita às contrapartes elegíveis, o intermediário financeiro fica dispensado da observância de um elenco alargado de deveres no âmbito da prestação de alguns serviços, não sendo o caso da consultoria para investimento. O elenco de deveres e os serviços no âmbito dos quais os intermediários financeiros ficam dispensados do seu cumprimento é referido no n.º 6 do artigo 317.º-D do CVM.

²⁶¹ Conferir o n.º 1 do artigo 314.º do CVM.

também sobre a situação financeira do cliente, designadamente sobre a sua capacidade para suportar perdas e os seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco²⁶². Em segundo lugar, o intermediário financeiro procede à avaliação da adequação de um determinado instrumento financeiro, serviço ou operação, ao perfil do cliente concretamente considerado, e/ou da globalidade de um pacote de serviços ou produtos ao perfil do cliente concretamente considerado, cumprindo assim o dever de adequação em sentido estrito²⁶³.

Nos termos do disposto nos artigos 314.º e 314.º-A do CVM e no artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, a avaliação da adequação pelos intermediários financeiros, no âmbito do serviço de consultoria para investimento, envolve os seguintes deveres gerais:

- a) Dever de solicitar ao cliente informação relativa aos seus conhecimentos e à sua experiência em matéria de investimento;
- b) Dever de solicitar ao cliente informação relativa à sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas;
- c) Dever de solicitar ao cliente informação relativa aos seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco;
- d) Dever de avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos no tipo de instrumento financeiro ou no serviço em causa;
- e) Dever de avaliar a adequação da operação, serviço ou do instrumento financeiro, às circunstâncias do cliente;
- f) Dever de aconselhar ao cliente o serviço e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados;
- g) Dever de se abster de aconselhar quaisquer serviços ou instrumentos financeiros ao cliente sempre que não obtenha as informações mencionadas nas alíneas a) e b) *supra* ou quando considere que os mesmos não são adequados ao perfil do cliente;
- h) Dever de facultar aos clientes não profissionais um relatório que inclua um resumo do aconselhamento prestado e o modo como a recomendação formulada é adequada ao seu perfil, incluindo o modo como cumpre os objetivos do cliente e como corresponde às suas circunstâncias pessoais, com

²⁶² Conferir o artigo 314.º-A do CVM.

²⁶³ Esta designação não é nova, já sendo utilizada na Doutrina. Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 214.

referência ao prazo de investimento em causa, aos conhecimentos e experiência do cliente, à atitude do cliente em relação ao risco e à sua capacidade de suportar perdas;

- i) Dever de adotar políticas e procedimentos internos em matéria de avaliação da adequação.

No contexto de tudo o que acima ficou dito, uma operação considera-se adequada ao cliente, sempre que (i) corresponda aos objetivos de investimento do cliente, (ii) o cliente tenha capacidade financeira para suportar a operação e os riscos a ela associados e (iii) o cliente disponha da experiência e dos conhecimentos necessários para compreender os riscos envolvidos²⁶⁴.

O intermediário financeiro deve ainda tomar medidas para assegurar a fiabilidade das informações obtidas dos clientes²⁶⁵. Neste contexto, pode fazer sentido colocar ao cliente questões que permitam ao intermediário financeiro avaliar o seu entendimento global dos riscos e das características dos diferentes tipos de instrumentos financeiros²⁶⁶.

C. Procedimentos Especiais Aplicáveis a Certos Clientes

Sempre que o serviço de consultoria para investimento seja prestado a um cliente classificado como investidor profissional, o intermediário financeiro pode presumir que o cliente tem o nível necessário de experiência e de conhecimentos relativamente aos produtos, transações e serviços para os quais é classificado como tal, podendo ainda presumir que o cliente consegue suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento conexos, em coerência com os seus objetivos de investimento, a não ser, quanto a este último aspeto, que o cliente tenha sido classificado como investidor profissional no seguimento de um pedido de reclassificação²⁶⁷.

Sempre que o cliente seja uma pessoa coletiva ou um grupo de pessoas singulares, bem como nos casos em que uma ou várias pessoas singulares sejam

²⁶⁴ Conteúdo sintetizado por A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., pp. 214 e 215.

²⁶⁵ Para mais informação sobre o tipo de medidas que podem ser tomadas, conferir o n.º 7 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁶⁶ Conferir ESMA, *Guidelines on Certain Aspects...*, cit., p. 44, onde se defende a especial relevância da adoção deste tipo de medidas no âmbito da consultoria robótica.

²⁶⁷ Conferir o n.º 3 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

representadas por outra pessoa singular, a avaliação da adequação apresenta especificidades, as quais devem ser definidas pelo intermediário financeiro numa política sobre o tema. Em geral, devem ser tidos em conta, por um lado, a situação financeira e os objetivos de investimento do representado e, por outro lado, os conhecimentos e a experiência do representante²⁶⁸.

D. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

Importa referir que o segundo parágrafo do n.º 1 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 refere expressamente a consultoria para investimento prestada, na totalidade ou em parte, através de um sistema automatizado ou semiautomatizado, caso em que a responsabilidade de proceder à avaliação da adequação incumbe à entidade que presta o serviço, não devendo ser reduzida pela utilização de um sistema eletrónico para a prestação do serviço.

Esta referência respeita à consultoria para investimento robótica, demonstrando que a prestação deste serviço implica a observância do regime jurídico aplicável à consultoria para investimento prestada nos moldes tradicionais, ainda que observando certas especificidades.

Parte da Doutrina identifica o dever de avaliação de adequação como uma das questões problemáticas da consultoria para investimento robótica²⁶⁹, advogando a impossibilidade de cumprimento deste dever na prestação do serviço em análise²⁷⁰, o que, na prática, impossibilitaria a prestação do serviço de consultoria para investimento robótica, uma vez que o serviço de consultoria para investimento envolve necessariamente a avaliação da adequação nos termos supramencionados.

A referida Doutrina argumenta no sentido de a consultoria para investimento robótica não refletir as características, o perfil e as necessidades do cliente

²⁶⁸ Conferir o n.º 6 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁶⁹ Para mais informação sobre a forma como os consultores robóticos recolhem a informação dos investidores, com detalhe sobre algumas imperfeições que podem ainda ser encontradas em alguns dos consultores robóticos atualmente disponíveis, consultar MICHAEL TERTILT, PETER SCHOLZ, *To Advise, or Not to Advise – How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors*, 2017, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=2913178>, consultado pela última vez a 5 de junho de 2018.

²⁷⁰ Conferir MELANIE L. FEIN, *Robo-Advisors: A Closer Look*, 2015, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2913178>, consultado pela última vez a 5 de junho de 2018, pp. 7 e ss.

concretamente considerado, consistindo num plano de negócio selecionado pelo algoritmo da entidade que presta o referido serviço²⁷¹.

Sem prejuízo, este argumento não é suficiente para obstar à prestação do serviço de consultoria para investimento robótico, nos termos legalmente previstos. Na verdade, a possibilidade de cumprimento do dever de avaliação da adequação pelo intermediário financeiro que presta o serviço depende apenas do tipo de informação recolhido do cliente²⁷², através da própria plataforma na qual o serviço é prestado, e do seu correto processamento, ainda que robótico, tal como acontece na prestação do serviço nos moldes tradicionais.

O que se altera necessariamente na prestação do serviço de consultoria para investimento robótica, quando comparado com o serviço prestado nos moldes tradicionais, é apenas a forma como a informação é recolhida e processada, sendo neste caso a informação recolhida e processada através de um *software* informático. No entanto, isto não implica que a informação recolhida seja insuficiente nem que não seja possível avaliar a adequação da operação ao cliente, questão que apenas se encontra dependente do correto desenvolvimento e parametrização do referido *software*.

8.6. O Dever de Informação

A. Introdução

Os deveres de informação dos intermediários financeiros encontram-se tratados, em geral, nos artigos 312.º e seguintes do CVM, bem como nos artigos 44.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, tendo sido reforçados no seguimento da publicação do pacote DMIF II.

A transparência é uma das características que devem pautar as relações dos intermediários financeiros com todos os intervenientes no mercado²⁷³, motivo pelo qual o dever de informação assume grande relevância no âmbito das atividades de intermediação financeira.

²⁷¹ Informação sintetizada por A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., pp. 215 e 216. Conferir também MELANIE L. FEIN, *Robo-Advisors...*, cit., pp. 7 e ss.

²⁷² Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 216.

²⁷³ Conferir o n.º 2 do artigo 304.º do CVM.

Toda a informação prestada pelos intermediários financeiros deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita²⁷⁴.

B. Conteúdo Geral do Dever de Informação

Os deveres de informação dos intermediários financeiros envolvem deveres de informação passivos, no âmbito dos quais devem responder a todas as questões que lhes são colocadas, bem como deveres de informação ativos, no âmbito dos quais se encontram obrigados a prestar uma série de informações, independentemente de tal lhes ser, ou não, solicitado²⁷⁵.

As informações que os intermediários financeiros se encontram obrigados a prestar no âmbito dos seus deveres de informação ativos, relativamente aos serviços que ofereça, são todas aquelas que sejam necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada²⁷⁶.

A extensão e a profundidade da informação prestada devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente²⁷⁷. Ou seja, os intermediários financeiros têm o dever de prestar informações aos clientes independentemente da classificação que lhes seja atribuída, nos termos acima referidos²⁷⁸, mas a extensão e a profundidade da informação a prestar irão variar.

C. Conteúdo Especial do Dever de Informação na Consultoria para Investimento

No artigo 312.º-H do CVM encontram-se identificadas algumas informações específicas a prestar no âmbito do serviço de consultoria para investimento. No âmbito da prestação deste serviço o investidor deve ser informado, com suficiente antecedência em relação à prestação do serviço, designadamente, quanto ao seguinte²⁷⁹:

- a) À prestação do serviço a título de consultoria para investimento independente ou não;

²⁷⁴ Conferir o n.º 1 do artigo 7.º do CVM.

²⁷⁵ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 216.

²⁷⁶ Conferir o n.º 1 do artigo 312.º do CVM.

²⁷⁷ Ver o n.º 2 do artigo 312.º do CVM.

²⁷⁸ Ver a letra C. do ponto 7.1. *supra*.

²⁷⁹ Conferir o n.º 1 do artigo 312.º-H do CVM.

- b) Ao aconselhamento prestado ter por base uma análise ampla ou limitada de diferentes tipos de instrumentos financeiros, designadamente ter por base apenas instrumentos financeiros emitidos ou comercializados:
 - i. Pelo próprio intermediário financeiro ou por uma entidade com a qual esteja em relação de domínio ou de grupo, ou em que uma das entidades detenha, direta ou indiretamente, participações no capital da outra correspondentes a pelo menos 20% dos direitos de voto ou do capital;
 - ii. Por outras entidades com as quais o intermediário financeiro tem estreitas relações jurídicas ou económicas, tais como relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado.
- c) À prestação, ou não, de uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros recomendados nos termos previstos no n.º 9 do artigo 323.º do CVM.

Sempre que o serviço de consultoria para investimento seja prestado a um investidor não profissional, deve ser entregue ao investidor, num suporte duradouro, previamente à realização de qualquer operação recomendada, cópia do documento de avaliação da adequação do instrumento ou do serviço recomendado²⁸⁰, o qual deve incluir, pelo menos, a seguinte informação²⁸¹:

- a) Se o aconselhamento é prestado por iniciativa do intermediário financeiro ou do cliente;
- b) Se o aconselhamento é prestado a título de consultoria para investimento independente ou não;
- c) A especificação do aconselhamento prestado ao investidor e o modo como corresponde às preferências, objetivos e outras características do mesmo, incluindo a informação obtida sobre as circunstâncias pessoais do investidor e a informação prevista no artigo 314.º-A do CVM;
- d) Os instrumentos financeiros ou serviços de investimento objeto de aconselhamento.

²⁸⁰ Conferir o n.º 2 do artigo 312.º-H do CVM.

²⁸¹ Conferir o n.º 3 do artigo 312.º-H do CVM.

Nos casos em que o serviço seja prestado através de um meio de comunicação à distância que não permita o envio prévio do documento relativo à avaliação da adequação, o intermediário financeiro pode fornecer o documento, num suporte duradouro, imediatamente após a realização da transação, desde que (i) o cliente dê a sua autorização para receber o documento, sem atraso indevido, após a conclusão da operação e (ii) seja dada ao cliente a possibilidade de diferir a realização da operação, de forma a receber antecipadamente o documento relativo à avaliação da adequação²⁸².

D. Especificidades da Consultoria para Investimento Robótica

Numa perspetiva formal não parecem existir dificuldades de maior no cumprimento dos deveres de informação dos intermediários financeiros no âmbito da consultoria para investimento robótica²⁸³.

A possibilidade de prestar o conjunto de informações especificamente previstas na legislação e regulamentação aplicáveis e de dar resposta a todas as perguntas dos investidores, encontram-se apenas dependentes do correto desenvolvimento do *software* subjacente à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica²⁸⁴.

Alguns Autores consideram difícil de conceber que, sem a possibilidade de recorrer, a todo o tempo, a ajuda humana, os intermediários financeiros possam demonstrar o cumprimento das obrigações impostas por Lei²⁸⁵. Esta impossibilidade resultaria, na prática, na inadmissibilidade da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica na sua aceção restrita²⁸⁶, sem qualquer intervenção humana.

Na verdade, ao recorrer a ajuda humana os investidores podem colocar todas as suas questões e podem ser identificados diversos sinais que um *software*, por si só, não

²⁸² Conferir o n.º 4 do artigo 312.º-H do CVM.

²⁸³ Neste sentido A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 217.

²⁸⁴ A informação pode até ser dada de forma mais eficaz do que a utilizada pelos consultores humanos, sendo adaptada às características dos investidores concretamente considerados, chamando a atenção para a informação mais importante, disponibilizando informação simplificada com ligações para páginas com maiores detalhes, entre outros. Para maior detalhe sobre este tema conferir MARIKA SALO, HELENA HAAPIO, “*Robo-Advisors and Investors: Enhancing Human-Robot Interaction Through Information Design*”, em *Erich Schweighofer et al. (Eds.), Trends and Communities of Legal Informatics. Proceedings of the 20th International Legal Informatics Symposium IRIS 2017. Österreichische Computer Gesellschaft, 2017*, disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=2937821>, pp. 5 a 7, consultado pela última vez a 6 de junho de 2018. Também neste sentido ESMA, *Guidelines on Certain Aspects...*, cit., p. 36.

²⁸⁵ Conferir A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Inteligência Artificial...”, cit., p. 218.

²⁸⁶ Ver o ponto 2.3. *supra*.

consegue identificar, tais como a falta de confiança transmitida pelo tom de voz ou a linguagem corporal do investidor, caso o contacto não seja feito apenas por telefone.

Sem prejuízo, no atual estado de desenvolvimento tecnológico que conhecemos, um consultor robótico pode ter uma capacidade de resposta às dúvidas dos investidores muito superior àquela que qualquer humano teria²⁸⁷, sendo, sem dúvida, necessário, que o consultor robótico permita ao investidor a apresentação de questões em qualquer fase do processo de aconselhamento. Além disso, podem ser utilizados mecanismos que permitam avaliar efetivamente a percepção do investidor sobre o investimento, envolvendo perguntas que obriguem o investidor a demonstrar o seu efetivo esclarecimento e a fundamentação da sua tomada de decisão.

A possibilidade de demonstrar em juízo o cumprimento do dever de informação ficaria assegurada, salvo melhor opinião, pela apresentação dos registos relativos às respostas dadas a todas as perguntas do investidor, bem como da avaliação do esclarecimento e da fundamentação da tomada de decisão do investidor.

Além disso, a inteligência artificial tem sofrido um enorme desenvolvimento nos últimos anos, não sendo de forma alguma impossível conceber, a breve trecho, a criação e a difusão do acesso a *software* e a *hardware* que permitam ler os sinais físicos do investidor, até mesmo de uma forma mais fiável do que a permitida pela percepção humana, o que asseguraria a avaliação do esclarecimento e da fundamentação da tomada de decisão de uma forma ainda mais eficiente do que a alcançável por um consultor humano.

Em acréscimo, no âmbito da prestação de serviços de consultoria deve ainda ser disponibilizada ao cliente informação clara sobre o exato grau e a exata extensão de intervenção humana na prestação do serviço, a eventual possibilidade de solicitar intervenção humana e, caso esta exista, os moldes em que a solicitação pode ser feita, o impacto direto das suas respostas na avaliação da adequação das decisões de investimento aconselhadas, as fontes de informação utilizadas para gerar o aconselhamento, bem como o momento e o modo como será atualizada a informação do

²⁸⁷ Uma das chaves de sucesso deste tipo de serviços é, aliás, a possibilidade de recurso ao *streaming*, uma forma de transmitir dados através da internet, de forma contínua, assegurando que os fluxos de informação variam de forma automática, sem existir sequer necessidade de fazer *refresh* à página, como refere MIGUEL GOMES DA SILVA, *Bolsa - Investir nos Mercados Financeiros*, Bookout, Lisboa, 2017, pp.154 e 155.

cliente, atendendo à sua situação, às suas circunstâncias pessoais e aos demais fatores relevantes²⁸⁸.

8.7. O Dever de Segredo

A. Introdução e Conteúdo Geral do Dever de Segredo

Nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 304.º do CVM, os intermediários financeiros estão sujeitos ao dever de segredo profissional nos termos previstos para o segredo bancário, sem prejuízo das exceções previstas na Lei, nomeadamente o cumprimento do disposto no artigo 382.º do mesmo diploma, relativo ao dever de denúncia à CMVM de factos que possam vir a ser qualificados como crime contra o mercado de valores mobiliários ou de instrumentos financeiros.

O segredo bancário encontra-se tratado nos artigos 78.º e 79.º do RGICSF, nos termos dos quais não devem ser reveladas ou utilizadas, pelos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das instituições de crédito, pelos seus colaboradores, mandatários, comissários ou outras pessoas que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional, informações sobre factos ou elementos respeitantes à vida da instituição ou às relações desta com os seus clientes, cujo conhecimento advenha exclusivamente do exercício das suas funções ou da prestação dos seus serviços²⁸⁹, salvo algumas exceções²⁹⁰.

Nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 78.º do RGICSF, o dever de segredo não cessa com o termo das funções ou dos serviços das pessoas supramencionadas.

As informações supramencionadas podem, excecionalmente, ser reveladas, nos termos do disposto no artigo 79.º do RGICSF, quando:

- a) A revelação dos factos ou elementos das relações do cliente com a instituição seja autorizada pelo cliente;
- b) Os factos ou elementos sejam revelados:
 - i. Ao Banco de Portugal, no âmbito das suas atribuições;
 - ii. À CMVM, no âmbito das suas atribuições;

²⁸⁸ Conferir ESMA, *Guidelines on Certain Aspects...*, cit., p. 36.

²⁸⁹ Conferir o n.º 1 do artigo 78.º do RGICSF.

²⁹⁰ Estabelecidas no artigo 79.º do RGICSF.

- iii. À Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, no âmbito das suas atribuições;
 - iv. Ao Fundo de Garantia de Depósitos, ao Sistema de Indemnização aos Investidores ou ao Fundo de Resolução, no âmbito das respetivas atribuições;
 - v. Às autoridades judiciais, no âmbito de um processo penal;
 - vi. À administração tributária, no âmbito das suas atribuições;
- c) Exista outra disposição legal que expressamente limite o dever de segredo.

B. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

O cumprimento do dever de segredo não apresenta especiais dificuldades no âmbito da consultoria para investimento robótica, sendo aliás mais fácil garantir o seu cumprimento, desde que haja um correto desenvolvimento do *software* subjacente, uma vez que o consultor robótico não transmitirá ou utilizará quaisquer informações sujeitas a segredo, a menos que seja desenvolvido para o fazer.

9. O Dever de Prevenção do Branqueamento de Capitais e do Financiamento do Terrorismo

A. Introdução

Por não ser um dever específico dos intermediários financeiros, não tratamos o dever de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo no âmbito dos deveres gerais dos intermediários financeiros na prestação do serviço de consultoria para investimento robótica, pese embora não possamos deixar de lhe fazer referência.

A prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, tratada na Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto, que estabelece medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo (doravante “Lei n.º 83/2017”), implica uma série de deveres, que têm um verdadeiro impacto na atividade dos intermediários financeiros, uma vez que estes, enquanto entidades financeiras, se encontram abrangidos pelo âmbito de aplicação da Lei n.º 83/2017, nos termos do disposto no artigo 3.º da referida Lei.

Além de implicar medidas relativas à organização interna dos intermediários financeiros, a prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo tem implicações na relação com os clientes, motivo pelo qual importa deixar algumas notas sobre o referido dever, nesta sede.

Ao abrigo da Lei n.º 83/2017, os intermediários financeiros encontram-se obrigados a cumprir os seguintes deveres gerais²⁹¹:

- a) Dever de controlo;
- b) Dever de identificação e de diligência;
- c) Dever de comunicação;
- d) Dever de abstenção;
- e) Dever de recusa;
- f) Dever de conservação;
- g) Dever de exame;
- h) Dever de colaboração;
- i) Dever de não divulgação;

²⁹¹ Conferir o n.º 1 do artigo 11.º da Lei n.º 83/2017.

j) Dever de formação.

Os intermediários financeiros têm ainda, no âmbito da prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, o dever de definição e de atualização do perfil de risco associado aos seus clientes, às relações de negócio e às operações em geral. Este dever tem implicações, designadamente, na monitorização dos clientes e na atualização dos seus dados²⁹².

B. O Dever de Controlo

O dever de controlo²⁹³ implica a adoção e aplicação de uma série de políticas, procedimentos e controlos tendo em vista a gestão dos riscos de branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo aos quais o intermediário financeiro esteja ou possa vir a estar exposto e o cumprimento das disposições legais e regulamentares relacionadas com a prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo²⁹⁴. A qualidade, a adequação e a eficácia das políticas, dos procedimentos e dos controlos adotados devem ser monitorizadas, através de avaliações periódicas e independentes com extensão proporcional à natureza, à dimensão e à complexidade do intermediário financeiro concretamente considerado, bem como aos riscos associados à sua atividade²⁹⁵.

No âmbito do dever de controlo, a Lei n.º 83/2017 prevê, nos termos do disposto no n.º 1 do seu artigo 16.º, que seja designado um elemento da direção de topo ou equiparado para zelar pelo controlo do cumprimento do quadro normativo em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, sempre que tal seja (i) adequado à natureza, à dimensão e à complexidade da atividade prosseguida pelo intermediário financeiro concretamente considerado ou (ii) exigível por lei, regulamentação ou determinação da autoridade setorial competente, que neste caso será a CMVM, o Banco de Portugal, ou ambos²⁹⁶.

A pessoa responsável pelo cumprimento do quadro normativo em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo deve (i)

²⁹² Conferir as alíneas c) e d) do n.º 2 do artigo 18.º da Lei n.º 83/2017.

²⁹³ O dever de controlo encontra-se tratado nos artigos 12.º e seguintes da Lei n.º 83/2017.

²⁹⁴ Conferir o n.º 1 do artigo 12.º da Lei n.º 83/2017.

²⁹⁵ Conferir os n.ºs 1 e 2 do artigo 17.º da Lei n.º 83/2017.

²⁹⁶ Conferir os artigos 84.º e seguintes da Lei n.º 83/2017.

exercer as suas funções de modo independente, permanente, efetivo e com a autonomia decisória necessária a tal exercício, qualquer que seja a natureza do seu vínculo com o intermediário financeiro em questão, (ii) dispor da idoneidade, da qualificação profissional e da disponibilidade adequadas ao exercício da função, (iii) dispor de meios e de recursos técnicos, materiais e humanos adequados ao desempenho das respetivas competências funcionais, nestes se incluindo os colaboradores necessários ao bom desempenho da função, (iv) ter acesso irrestrito e atempado a toda a informação interna relevante para o exercício das suas funções, em particular à informação referente à execução do dever de identificação e de diligência e aos registos das operações efetuadas e (v) não se encontrar sujeita a potenciais conflitos funcionais, em especial quando não se verifique a segregação de funções²⁹⁷.

Os requisitos de idoneidade, de qualificação profissional e de disponibilidade da pessoa responsável pelo cumprimento do quadro normativo em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo devem ser previamente verificados pelo intermediário financeiro, devendo os resultados desta avaliação ser disponibilizados às autoridades competentes, mediante pedido²⁹⁸.

À pessoa responsável pelo cumprimento do quadro normativo em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo compete, em especial, (i) participar na definição e emitir parecer prévio sobre as políticas, os procedimentos e os controlos destinados a prevenir o branqueamento de capitais e o financiamento do terrorismo, (ii) acompanhar, em permanência, a adequação, a suficiência e a atualidade das políticas, dos procedimentos e dos controlos em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, propondo as necessárias atualizações, (iii) participar na definição, acompanhamento e avaliação da política de formação interna, (iv) assegurar a centralização de toda a informação relevante que provenha de todas as áreas de negócio da entidade e das comunicações às autoridades competentes previstas na lei e (v) desempenhar o papel de interlocutor das autoridades judiciais, policiais, de supervisão e de fiscalização, designadamente dando cumprimento ao dever de comunicação de operações suspeitas e assegurando o exercício das demais obrigações de comunicação e de colaboração²⁹⁹.

²⁹⁷ Conferir o n.º 3 do artigo 16.º da Lei n.º 83/2017.

²⁹⁸ Conferir o n.º 5 do artigo 16.º da Lei n.º 83/2017.

²⁹⁹ Conferir o n.º 2 do artigo 16.º da Lei n.º 83/2017.

O dever de controlo obriga ainda à adoção de uma série de outros procedimentos internos, designadamente, a aplicação de ferramentas ou sistemas de informação adequados à gestão dos riscos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo concretamente identificados³⁰⁰, a aplicação de procedimentos ou sistemas de informação destinados a detetar qualidades específicas dos clientes, dos seus representantes e de eventuais beneficiários efetivos³⁰¹⁻³⁰², a criação de canais específicos, independentes e anónimos que permitam a comunicação interna de irregularidades relacionadas com o eventual incumprimento da legislação, da regulamentação ou das políticas e dos procedimentos internamente estabelecidos, em

³⁰⁰ Conferir o artigo 18.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰¹ Conferir o artigo 19.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰² Nos termos do disposto no artigo 2.º, n.º 1, alínea h) da Lei n.º 83/2017, os beneficiários efetivos são as pessoas singulares que, em última instância, detêm a propriedade ou o controlo do cliente e/ou as pessoas singulares por conta das quais é realizada uma operação ou uma atividade, de acordo com os critérios estabelecidos no artigo 30.º da Lei n.º 83/2017, podendo corresponder apenas a uma pessoa singular, ou a várias.

O artigo 30.º da Lei do n.º 83/2017 dispõe o seguinte:

“1 — Consideram-se beneficiários efetivos das entidades societárias, quando não sejam sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a requisitos de divulgação de informações consentâneos com o direito da União Europeia ou sujeitas a normas internacionais equivalentes que garantam suficiente transparência das informações relativas à propriedade, as seguintes pessoas:

a) A pessoa ou pessoas singulares que, em última instância, detêm a propriedade ou o controlo, direto ou indireto, de uma percentagem suficiente de ações ou dos direitos de voto ou de participação no capital de uma pessoa coletiva;

b) A pessoa ou pessoas singulares que exercem controlo por outros meios sobre essa pessoa coletiva;

c) A pessoa ou pessoas singulares que detêm a direção de topo, se, depois de esgotados todos os meios possíveis e na condição de não haver motivos de suspeita:

i) Não tiver sido identificada nenhuma pessoa nos termos das alíneas anteriores; ou

ii) Subsistirem dúvidas de que a pessoa ou pessoas identificadas sejam os beneficiários efetivos.

2 — Para os efeitos de aferição da qualidade de beneficiário efetivo, quando o cliente for uma entidade societária, as entidades obrigadas:

a) Consideram como indício de propriedade direta a detenção, por uma pessoa singular, de participações representativas de mais de 25 % do capital social do cliente;

b) Consideram como indício de propriedade indireta a detenção de participações representativas de mais de 25 % do capital social do cliente por:

i) Entidade societária que esteja sob o controlo de uma ou várias pessoas singulares; ou

ii) Várias entidades societárias que estejam sob o controlo da mesma pessoa ou das mesmas pessoas singulares;

c) Verificam a existência de quaisquer outros indicadores de controlo e das demais circunstâncias que possam indiciar um controlo por outros meios.

3 — Consideram -se beneficiários efetivos dos fundos fiduciários (trusts):

a) O fundador (settlor);

b) O administrador ou administradores fiduciários (trustees) de fundos fiduciários;

c) O curador, se aplicável;

d) Os beneficiários ou, se os mesmos não tiverem ainda sido determinados, a categoria de pessoas em cujo interesse principal o fundo fiduciário (trust) foi constituído ou exerce a sua atividade;

e) Qualquer outra pessoa singular que detenha o controlo final do fundo fiduciário (trust) através de participação direta ou indireta ou através de outros meios.

4 — No caso de pessoas coletivas de natureza não societária, como as fundações, ou de centros de interesses coletivos sem personalidade jurídica de natureza análoga a fundos fiduciários (trusts), consideram -se beneficiários efetivos a pessoa ou pessoas singulares com posições equivalentes ou similares às mencionadas no número anterior.”

matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo³⁰³, entre vários outros³⁰⁴.

C. O Dever de Identificação e de Diligência

O dever de identificação e de diligência³⁰⁵ implica que os intermediários financeiros solicitem e verifiquem a identidade dos seus clientes, dos respetivos representantes e dos eventuais beneficiários efetivos, através da recolha de um elenco alargado de elementos identificativos³⁰⁶, sempre que estabeleçam relações de negócio ou executem transações ocasionais³⁰⁷ de montante igual ou superior a € 15 000, independentemente de estas serem realizadas através de uma única operação ou de várias operações aparentemente relacionadas entre si, ou que constituam uma transferência de fundos de montante superior a € 1 000, por regra antes do estabelecimento da relação de negócio³⁰⁸.

O dever de identificação e de diligência também tem de ser cumprido sempre que o intermediário financeiro tenha, por qualquer razão, suspeitas de que as operações, independentemente do seu valor e de qualquer exceção ou limiar, podem estar relacionadas com o branqueamento de capitais ou o financiamento do terrorismo, ou tenha dúvidas quanto à veracidade ou à adequação de dados de informação previamente obtidos junto dos clientes³⁰⁹.

Além da recolha e da comprovação dos elementos identificativos acima referidos, o dever de identificação e de diligência implica (i) a obtenção de informação sobre a finalidade e a natureza pretendida da relação de negócio, (ii) a obtenção de informação, quando o perfil de risco do cliente ou as características da operação o justifiquem, sobre a origem e o destino dos fundos movimentados no âmbito de uma relação de negócio ou na realização de uma transação ocasional e (iii) a manutenção de

³⁰³ Conferir o artigo 20.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰⁴ Para um elenco mais pormenorizado das obrigações decorrentes do dever de controlo, conferir os artigos 12.º a 22.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰⁵ Este dever encontra-se tratado nos artigos 23.º a 42.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰⁶ Para um elenco detalhado dos elementos identificativos a recolher e dos respetivos meios comprovativos, ver os artigos 24.º e 25.º da Lei n.º 83/2017, bem como o artigo 32.º da mesma Lei, relativo à identificação dos eventuais beneficiários efetivos do cliente.

³⁰⁷ Nos termos do disposto na alínea hh) do n.º 1 do artigo 2.º da Lei n.º 83/2017, as transações ocasionais são transações efetuadas por uma instituição financeira fora de uma relação de negócio previamente estabelecida, caracterizando-se, designadamente, pelo seu carácter expectável de pontualidade.

³⁰⁸ Conferir o n.º 1 do artigo 23.º, o artigo 26.º e o n.º 2 do artigo 29.º da Lei n.º 83/2017.

³⁰⁹ Conferir o n.º 1 do artigo 23.º da Lei 83/2017.

um acompanhamento contínuo da relação de negócio, a fim de assegurar que as operações realizadas no decurso da mesma são consentâneas com o conhecimento que o intermediário financeiro tem das atividades e do perfil de risco do cliente e, sempre que necessário, da origem e do destino dos fundos movimentados³¹⁰.

A natureza e a extensão dos procedimentos adotados em cumprimento do dever de identificação e de diligência podem ser adaptadas em função dos riscos associados à relação de negócio ou à transação ocasional³¹¹, podendo ser simplificadas as medidas adotadas sempre que seja identificado um risco comprovadamente reduzido de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo, no seguimento de uma avaliação adequada dos riscos, realizada pelo próprio intermediário financeiro ou pelas autoridades competentes³¹². Pelo contrário, as medidas adotadas têm de ser reforçadas sempre que seja identificado, pelo próprio intermediário financeiro ou pelas autoridades competentes, um risco acrescido de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo³¹³.

O cumprimento do dever de identificação e de diligência implica ainda a adoção de procedimentos destinados a garantir a atualização de toda a informação recolhida, nos termos do disposto no artigo 40.º da Lei n.º 83/2017.

A Lei n.º 83/2017 admite a possibilidade de recurso a entidades terceiras para a execução de parte dos procedimentos de identificação e de diligência legalmente exigíveis, pese embora o intermediário financeiro mantenha a responsabilidade pelo cabal cumprimento do referido dever, mesmo no que respeita aos procedimentos executados pelas entidades terceira³¹⁴.

D. O Dever de Comunicação

O dever de comunicação obriga os intermediários financeiros a comunicar quaisquer situações relativamente às quais tenha suspeitas, ou certezas, da existência de qualquer relação com o branqueamento de capitais ou o financiamento do terrorismo, bem como tipologias de operações cuja comunicação venha a ser definida pelas

³¹⁰ Conferir o artigo 27.º da Lei n.º 83/2017.

³¹¹ Conferir o artigo 28.º da Lei n.º 83/2017.

³¹² Conferir o artigo 35.º da Lei n.º 83/2017.

³¹³ Conferir os artigos 36.º a 39.º da Lei n.º 83/2017.

³¹⁴ Para mais informação sobre a possibilidade de execução por entidades terceiras, conferir o artigo 41.º da Lei do Branqueamento.

autoridades competentes, ao Departamento Central de Investigação e Ação Penal da Procuradoria-Geral da República e à Unidade de Informação Financeira³¹⁵.

E. O Dever de Abstenção

Em cumprimento do dever de abstenção, os intermediários financeiros devem, por regra, abster-se de executar qualquer operação ou conjunto de operações, presentes ou futuras, sempre que tenham conhecimento ou suspeitem que estas estão associadas a fundos ou a outros bens provenientes ou relacionados com a prática de atividades criminosas ou com o financiamento do terrorismo, devendo comunicar de imediato a situação ao Departamento Central de Investigação e Ação Penal da Procuradoria-Geral da República e à Unidade de Informação Financeira, informando-os de que se absteve de executar a operação ou o conjunto de operações³¹⁶.

F. O Dever de Recusa

O dever de recusa obriga os intermediários financeiros a recusar iniciar uma relação de negócio, realizar qualquer transação ocasional, ou efetuar qualquer operação, quando (i) não sejam facultados os elementos de identificação e de verificação da identidade do cliente, do seu representante ou do beneficiário efetivo, caso exista, bem como os respetivos meios comprovativos, incluindo a informação para a aferição da qualidade de beneficiário efetivo e da estrutura de propriedade e de controlo do cliente, ou (ii) não seja fornecida a informação solicitada sobre a natureza e a finalidade da relação de negócio e sobre a origem e o destino dos fundos movimentados no seu âmbito, quando aplicável³¹⁷.

O dever de recusa pode implicar, por vezes, que os intermediários financeiros tenham de pôr termo a relações de negócio já estabelecidas, quando não seja possível cumprir adequadamente o dever de identificação e de diligência e o risco de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo concretamente identificado

³¹⁵ Para mais detalhe sobre o dever de comunicação, conferir os artigos 43.º a 46.º da Lei n.º 83/2017.

³¹⁶ Para mais informação sobre o dever de abstenção e as respetivas exceções, conferir os artigos 47.º a 49.º da Lei n.º 83/2017.

³¹⁷ Conferir o n.º 1 do artigo 50.º da Lei n.º 83/2017.

não possa ser gerido de outra forma, dando ainda origem ao dever de comunicação supramencionado, sempre que se verifiquem os respetivos pressupostos³¹⁸.

G. O Dever de Conservação

O dever de conservação implica que sejam conservados, por um período de sete anos após o momento em que a identificação do cliente se processou ou, no caso das relações de negócio, após o termo das mesmas, (i) as cópias, os registos ou os dados eletrónicos extraídos de todos os documentos que o intermediário financeiro obtenha ou que lhe sejam disponibilizados pelos clientes ou por quaisquer outras pessoas, no âmbito do cumprimento dos procedimentos de identificação e de diligência, (ii) a documentação integrante dos processos ou dos ficheiros relativos aos clientes e às suas contas, incluindo a correspondência comercial enviada, (iii) quaisquer documentos, registos e análises, de foro interno ou externo, que formalizem o cumprimento do disposto na Lei n.º83/2017³¹⁹⁻³²⁰.

H. O Dever de Exame

O dever de exame implica que os intermediários financeiros examinem com especial cuidado e atenção, qualquer conduta, atividade ou operação cujos elementos caracterizadores a tornem suscetível de poder estar relacionada com fundos ou com outros bens que provenham de atividades criminosas ou que estejam relacionados com o financiamento do terrorismo, intensificando o grau e a natureza do seu acompanhamento, dando origem ao dever de comunicação sempre que se verifiquem os respetivos pressupostos³²¹.

I. O Dever de Colaboração

No âmbito do cumprimento do dever de colaboração, os intermediários financeiros devem prestar, pronta e cabalmente, toda a colaboração requerida pelo

³¹⁸ Estas e outras exigências decorrentes do dever de recusa encontram-se previstas no artigo 50.º da Lei n.º 83/2017.

³¹⁹ Para mais informação sobre o dever de conservação, conferir o artigo 51.º da Lei n.º 83/2017.

³²⁰ Ver também o ponto 8.2. *supra*.

³²¹ Conferir o artigo 52.º da Lei n.º 83/2017, no qual podem ser consultadas informações adicionais sobre o dever de exame.

Departamento Central de Investigação e Ação Penal da Procuradoria-Geral da República, pela Unidade de Informação Financeira e pelas demais autoridades judiciárias e policiais, pelas autoridades de supervisão competentes e pela Autoridade Tributária e Aduaneira³²².

J. O Dever de Não Divulgação

O dever de não divulgação implica que os intermediários financeiros não possam revelar ao cliente ou a terceiros, com exceção das autoridades competentes e de algumas entidades legalmente identificadas, a realização presente, passada ou futura, das comunicações legalmente devidas ou de pedidos efetuados pelas autoridades competentes, quaisquer informações relacionadas com aquelas comunicações, o decurso de quaisquer investigações no seguimento das comunicações ou dos pedidos supramencionados, ou quaisquer outras informações ou análises, de foro interno ou externo, sempre que disso dependa o cabal exercício das funções legalmente conferidas pela Lei ao próprio intermediário financeiro, às autoridades judiciárias, policiais e às demais autoridades competentes, ou a preservação de quaisquer investigações, inquéritos, averiguações, análises ou procedimentos legais e, no geral, a prevenção, a investigação e a deteção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo³²³.

K. O Dever de Formação

Finalmente, os intermediários financeiros têm, ao abrigo do disposto na Lei n.º 83/2017, o dever de formar os seus dirigentes e colaboradores de forma adequada ao reconhecimento de operações que possam estar relacionadas com o branqueamento de capitais ou o financiamento do terrorismo e à aquisição de conhecimentos sobre as obrigações impostas pela legislação e regulamentação em vigor nesta matéria³²⁴.

L. Especificidades da Consultoria Para Investimento Robótica

³²² Para mais detalhe sobre o dever de colaboração, conferir o disposto no artigo 53.º da Lei n.º 83/2017.

³²³ Conferir o artigo 54.º da Lei n.º 83/2017.

³²⁴ O dever de formação em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo encontra-se previsto, em especial, no artigo 55.º da Lei n.º 83/2017.

O cumprimento dos deveres previstos no âmbito da prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo não apresenta especificidades de maior, mas importa deixar algumas notas sobre este tema.

No que respeita ao dever de identificação e de diligência, importa distinguir os casos em que o contrato de consultoria para investimento robótica é celebrado, antes do início da prestação do serviço, mediante contacto pessoal com um colaborador da entidade que presta estes serviços, dos casos em que a celebração do contrato é feita através do próprio *software* que disponibiliza a consultoria para investimento robótica, ou seja, à distância. Pese embora as diferenças não sejam, à partida, substanciais, a segunda situação pode implicar a adoção de medidas reforçadas.

O artigo 38.º da Lei n.º 83/2017, relativo à contratação à distância, opera uma remissão para os procedimentos gerais no que respeita à comprovação dos documentos dos clientes, mas prevê a eventual necessidade de adoção de medidas reforçadas, na medida em que estas se mostrem necessárias para fazer face ao risco concretamente identificado.

A recolha da informação exigida no âmbito da prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, tanto no momento do estabelecimento da relação de negócio como ao longo da sua duração, pode ser levada a cabo pelo próprio consultor robótico, junto do cliente, desde que o consultor robótico se encontre corretamente parametrizado para o fazer.

As informações recolhidas podem ser analisadas diretamente pelo consultor robótico, caso este seja desenvolvido e parametrizado de forma a analisar a informação e a atuar, atendendo ao seu conteúdo, de acordo com as disposições legais e regulamentares aplicáveis e com os procedimentos internos da entidade prestadora do serviço de consultoria para investimento robótica³²⁵.

Sem prejuízo, as informações recolhidas podem, alternativamente, ser analisadas por um colaborador da entidade que disponibiliza o serviço de consultoria para investimento robótica, sendo este a atuar em conformidade com o conteúdo das referidas informações, uma vez que os diversos deveres menores envolvidos no dever de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo são

³²⁵ Importa não esquecer que a atuação do consultor robótico, tal como a atuação dos consultores humanos do intermediário financeiro, se encontra sempre sujeita a escrutínio pelo sistema de controlo interno do intermediário financeiro. Para mais informação sobre o sistema de controlo interno ver o ponto 8.1. *supra*.

deveres inerentes à relação de negócio com o cliente e não à prestação do serviço de consultoria para investimento robótica em concreto.

Independentemente de a informação ser maioritariamente analisada e processada pelo próprio consultor robótico ou pelos colaboradores da entidade prestadora do serviço, os consultores robóticos devem, desejavelmente, ser desenvolvidos e parametrizados de forma a disporem de mecanismos de alerta perante eventuais situações suspeitas, de forma a permitir a agilização dos procedimentos internos relativos à prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo.

10. O Dever de Proteção de Dados Pessoais

A. Introdução

Não cabe no âmbito deste estudo um desenvolvimento aprofundado das questões relacionadas com o dever de proteção de dados, mas a atualidade e as elevadas implicações práticas deste dever na atividade diária dos intermediários financeiros fazem com que faça sentido deixar algumas notas sobre este tema, pese embora o dever de proteção de dados pessoais não seja um dever específico dos intermediários financeiros.

A prestação do serviço de consultoria para investimento robótica e o cumprimento dos deveres acima referidos³²⁶ envolve um constante tratamento de dados pessoais, ficando, assim, os intermediários financeiros sujeitos ao cumprimento da legislação e regulamentação aplicáveis a este tratamento, em especial do Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (doravante “Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados”), que entrou em vigor no passado dia 25 de maio de 2018.

B. Fundamento do Tratamento na Consultoria para Investimento Robótica

Sem prejuízo do elevado número de questões que se levantaram no âmbito do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados, algumas das quais aguardam ainda por resolução, atendendo à sua tão recente entrada em vigor, importa analisar a licitude do tratamento de dados pessoais no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica e a necessidade, ou não, de pedir o consentimento dos titulares dos dados para o referido tratamento, uma vez que esta é uma das questões que mais tinta tem feito correr no âmbito da entrada em vigor do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados.

O tratamento dos dados pessoais no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica aos clientes é permitido ao abrigo da alínea b) do

³²⁶ Ver os pontos 8. e 9. *supra*.

n.º 1 do artigo 6.º do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados, uma vez que a finalidade e o fundamento jurídico do tratamento de dados pessoais consistem na execução de um contrato de consultoria para investimento.

Ainda que o intermediário financeiro preste o serviço de consultoria para investimento robótica na sua aceção restrita, sem qualquer intervenção humana, não é aplicável o direito de não ficar sujeito a nenhuma decisão tomada exclusivamente com base no tratamento automatizado dos dados, que produza efeitos na sua esfera jurídica ou que o afete significativamente de forma similar, previsto no n.º 1 do artigo 22.º do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados, uma vez que a prestação do serviço de consultoria para investimento robótica se encontra abrangida pela exclusão da alínea a) do n.º 2 do mesmo artigo, sendo estas decisões necessárias para a execução do contrato de consultoria para investimento robótica, uma vez que o objeto deste contrato pressupõe o tratamento exclusivamente automatizado dos dados e a tomada de decisões pelo consultor robótico no seguimento desse tratamento.

Sem prejuízo, a empresa que presta o serviço de consultoria para investimento robótica deve aplicar medidas adequadas para salvaguardar os direitos, as liberdades e os legítimos interesses dos titulares dos dados, permitindo-lhes obter intervenção humana, manifestar o seu ponto de vista e contestar a decisão, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 22.º do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados. Importa notar que esta disposição não afasta a possibilidade de prestação do serviço de consultoria para investimento robótica na sua aceção restrita, uma vez que o que está em causa não é uma obrigatoriedade de intervenção humana no processo de aconselhamento, mas sim a possibilidade de o cliente obter intervenção humana no que respeita a uma decisão concreta tomada no âmbito da prestação deste serviço, em caso de discordância.

Por seu turno, o tratamento de dados realizado pelos intermediários financeiros no âmbito do cumprimento dos deveres acima referidos³²⁷ é permitido ao abrigo da alínea c) do n.º 1 do artigo 6.º do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados, tendo em conta que a finalidade e o fundamento jurídico do tratamento de dados pessoais são o cumprimento de uma obrigação jurídica a que o intermediário financeiro, enquanto responsável pelo tratamento de dados, se encontra sujeito.

Assim, nem no tratamento de dados que seja necessário para a execução do contrato de consultoria para investimento, nem no tratamento que seja necessário para o

³²⁷ Ver os pontos 8. e 9. *supra*.

cumprimento dos deveres acima elencados, ou de outros impostos pela legislação e regulamentação aplicáveis, é necessária a obtenção de consentimento do titular dos dados pessoais para que os mesmos possam ser tratados.

O Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados acaba por ter um maior impacto ao nível da organização interna dos intermediários financeiros, uma vez que têm de aplicar procedimentos e controlos internos no âmbito do tratamento de dados pessoais, sendo inclusivamente necessária a adoção de uma política em matéria de proteção de dados pessoais³²⁸, bem como no que respeita ao reforço dos deveres de informação perante os titulares dos dados pessoais³²⁹, do que propriamente no que respeita à necessidade de realizar pedidos de consentimento para o tratamento de dados pessoais, no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento robótica ou de outros serviços de investimento, podendo o consentimento revelar-se necessário caso o tratamento pretendido, em concreto, ultrapasse o âmbito daqueles serviços.

³²⁸ Este dever resulta, desde logo, da alínea l) do n.º 1 do artigo 12.º da Lei n.º 83/2017. Sem prejuízo, as Orientações do Grupo de Trabalho do Artigo 29.º para a Proteção de Dados relativas a transparência preveem que as entidades sujeitas à aplicação do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados publiquem nos respetivos sítios na Internet uma política de privacidade relativa ao tratamento de dados pessoais.

³²⁹ Para maior detalhe sobre os deveres de informação aplicáveis, conferir os artigos 12.º e seguintes do Regulamento Geral Sobre a Proteção de Dados.

11. Conclusão

As novas tecnologias e a inteligência artificial estão cada vez mais presentes no dia-a-dia de todos nós e o que está em causa na consultoria para investimento robótica é apenas uma nova forma de prestar um serviço já existente e regulado no ordenamento jurídico português, a qual se baseia na inteligência artificial e na utilização das novas tecnologias.

Este fenómeno não é novo e é generalizado à prestação de serviços em Portugal e no Mundo, não existindo qualquer motivo para que os serviços de investimento sejam uma exceção e tanto o Direito como aqueles que o aplicam têm de se adaptar aos novos tempos e à evolução tecnológica, que já não é uma coisa do futuro, mas sim uma realidade presente, nas mais variadas vertentes da vida quotidiana.

A referida adaptação não implica a criação de um novo regime jurídico, mas apenas a adequação do regime já existente às especificidades da consultoria para investimento robótica. Na verdade, a inteligência artificial já é utilizada, em muitos casos, pelos próprios intermediários financeiros na prestação do serviço de consultoria para investimento nos seus moldes tradicionais, a grande novidade da consultoria para investimento robótica é a possibilidade de serem os próprios investidores a utilizar diretamente um *software* que lhes presta aconselhamento personalizado para investimento em instrumentos financeiros.

Sem prejuízo, na consultoria para investimento robótica serão tendencialmente utilizados *softwares* mais completos e avançados do que aqueles a que recorrem os intermediários financeiros na prestação do serviço nos seus moldes tradicionais, uma vez que o consultor robótico leva a cabo todas as fases do processo de aconselhamento, não servindo apenas de motor de busca ou de auxílio a um consultor humano numa certa fase do referido processo.

É relativamente ao cumprimento do dever de avaliação da adequação e do dever de informação que têm sido levantados mais entraves à consultoria para investimento robótica na modalidade em que não existe qualquer intervenção humana.

No que respeita ao cumprimento do dever de avaliação da adequação, a possibilidade de cumprimento deste dever depende apenas do tipo de informação recolhido do cliente, através da própria plataforma na qual o serviço é prestado, e do seu correto processamento, tal como acontece na prestação do serviço nos moldes tradicionais, o que se altera é apenas a forma como a informação é recolhida e

processada, sendo neste caso a informação inteiramente recolhida e processada através de um *software* informático, o que não implica que a informação recolhida seja insuficiente nem que não seja possível avaliar a adequação da operação ao cliente, questão que apenas se encontra dependente do correto desenvolvimento e parametrização do referido *software*.

Quanto ao dever de informação, os intermediários financeiros devem responder a todas as questões dos investidores e prestar todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada. Salvo melhor opinião, o dever de informação pode ser adequadamente cumprido na consultoria para investimento robótica, sendo apenas necessário que o consultor robótico preste ao cliente a informação legal e regulamentarmente elencada e assegure, por um lado, a possibilidade de o investidor apresentar questões em qualquer fase do processo de aconselhamento e, por outro lado, a apresentação de questões que obriguem o investidor a demonstrar o seu efetivo esclarecimento e a fundamentação da sua tomada de decisão.

Em face do estado de desenvolvimento tecnológico que atualmente se conhece, um consultor robótico pode, facilmente, ter uma capacidade de resposta às dúvidas dos investidores muito superior àquela que qualquer humano teria e, independentemente de ser disponibilizado apenas o serviço de consultoria para investimento ou de este ser complementado por outros serviços que permitam a realização direta do investimento, desde que todas as questões do investidor sejam respondidas e seja efetivamente analisado o seu esclarecimento e a fundamentação da sua tomada de decisão, ficaria assegurado o cumprimento do dever de informação.

Caso o *software* utilizado em concreto não cumpra todos os requisitos supramencionados, não permitindo que o investidor coloque questões a todo o tempo, ou caso o permita mas não tenha suficiente capacidade de resposta, ou não avaliando devidamente o esclarecimento do investidor e a fundamentação das suas decisões, sempre será admissível a consultoria para investimento robótica com possibilidade de recurso a ajuda humana, sempre que o investidor assim o deseje. Neste caso, a entidade que disponibiliza o serviço de consultoria para investimento robótica, tem de assegurar que dispõe de consultores humanos permanentemente disponíveis para responder a todas as questões dos investidores.

A consultoria para investimento robótica é, assim, totalmente admissível no ordenamento jurídico português, podendo ser prestada por intermediários financeiros

devidamente registados e autorizados para a prestação do serviço de consultoria para investimento.

Caso um intermediário financeiro pretenda prestar o serviço de consultoria para investimento robótica num momento inicial, esta informação deve ser disponibilizada à CMVM logo no processo de autorização, no âmbito da Declaração de Adequação de Meios³³⁰. Se a decisão for tomada num momento posterior, já se encontrando o intermediário financeiro devidamente autorizado e registado junto da CMVM para a prestação do serviço de consultoria para investimento, a alteração deve ser comunicada à CMVM nos termos do disposto no artigo 7.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, conforme alterado, no prazo máximo de 30 dias após a sua verificação.

É possível prestar o serviço de consultoria para investimento robótica de forma a assegurar o cumprimento de todos os deveres aplicáveis à consultoria para investimento tradicional, desde que sejam aplicados elevados padrões de qualidade no desenvolvimento e na parametrização do *software* utilizado na prestação deste serviço.

Perante eventuais situações de incumprimento, a responsabilidade do intermediário financeiro que presta o serviço de consultoria para investimento robótica é apurada e sancionada nos termos aplicáveis à violação dos mesmos deveres no âmbito da prestação do serviço de consultoria para investimento nos seus moldes tradicionais, já sobejamente tratados pela Doutrina nacional.

A consultoria para investimento robótica pode ser associada à prestação de outros serviços, no âmbito de um único *software*, permitindo um processo de investimento completo, sendo nesse caso necessário que o intermediário financeiro se encontre autorizado e registado para a prestação dos restantes serviços envolvidos, designadamente o de execução de ordens, tendo de ser cumpridos os requisitos a estes aplicáveis, cuja análise extravasa o âmbito do presente estudo.

³³⁰ A Declaração de Adequação de Meios é um documento exigido pela CMVM no âmbito do processo de autorização e de registo para a prestação do serviço de consultoria para investimento, no qual o intermediário financeiro deve descrever os meios humanos, informáticos, técnicos e materiais afetos ao exercício da atividade, cumprindo o disposto, em especial, na alínea a) do n.º 1 do artigo 305.º do CVM e nos artigos 2.º e 4.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, conforme alterado.

12. Bibliografia

- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Volume 2, 7.^a edição reformulada e atualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 2013.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.^a edição revista e atualizada, Almedina, Coimbra, 2018.
- BAKER, TOM, e DELLAERT, BENEDIT G.C., “Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry”, em *Iowa Law Review*, Vol. 103, 2018, *University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 17-11*, pp. 713 a 750, consultado a 20 de maio de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2932189>.
- BORGES, SOFIA LEITE, “Conflito de Interesses e Intermediação Financeira” em *Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2010, pp. 117 a 126.
- CÂMARA, PAULO, “DMIF II: A nova pedra angular do direito dos mercados financeiros” em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 199 a 215.
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a edição, Almedina, Coimbra, 2016.
- CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES, “Inteligência Artificial e Consultoria Robótica (*Automation in Financial Advice*)”, em *FinTech Desafios da Tecnologia Financeira*, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE E DUARTE, DIOGO PEREIRA (Coord.), Almedina, Coimbra, 2017, pp. 203 a 218.
- CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2016.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE E DUARTE, DIOGO PEREIRA, “FinTech Portugal”, in *FinTech Desafios da Tecnologia Financeira*, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE E DUARTE, DIOGO PEREIRA (Coord.), Almedina, Coimbra, 2017, pp. 5 a 7.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, 6.^a edição, com a colaboração de CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES, Almedina, Coimbra, 2016.

- DUARTE, DIOGO PEREIRA e PASSARADAS, FRANCISCO, “Gestão de Risco, *Compliance* e Auditoria Interna”, em *Estudos de Direito Bancário*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, JANUÁRIO DA COSTA GOMES, MIGUEL BRITO BASTOS, ANA ALVES LEAL (Coord.), Almedina, Coimbra, 2018, pp. 193 a 227.
- EDWARDS, BENJAMIN P., “*The Rise of Automated Investment Advice: Can Robo-Advisers Rescue the Retail Market?*”, em *93 Chicago-Kent Law Review*, *Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper No. 2017-14*, 2018, pp. 97 a 111, consultado a 18 de junho de 2018 em <https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4194&context=cklawreview>.
- FEIN, MELANIE L., *FINRA’s Report on Robo-Advisors: Fiduciary Implications*, 2016, consultado a 5 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2768295>.
- FEIN, MELANIE L., *Robo-Advisors: A Closer Look*, 2015, consultado a 5 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2913178>.
- FISCHER, RENÉ e GERHARDT, RALF, “*Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice*”, *20th Australasian Finance & Banking Conference 2007 Paper*, 23 de agosto de 2007, consultado a 9 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=1009196>.
- GOMES, JOSÉ FERREIRA, “Conflito de Interesses e Benefícios (*inducements*) dos Intermediários Financeiros Perante a DMIF II”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 227 a 249.
- IANNARONE, NICOLE G., “*Computer as Confidant: Digital Investment Advice and The Fiduciary Standard*”, em *93 Chicago-Kent Law Review* 141, *Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper No. 2017-14*, 2018, pp.141 a 163, consultado a 18 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=3020140>.
- JI, MEGAN, “*Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under The Investment Advisers Act of 1940*”, em *Columbia Law Review*, Vol. 117, N.º 6, 2017, pp. 1543 a 1584, consultado a 28 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=3036722>.
- LIGHTBOURNE, JOHN, “*Algorithms & Fiduciaries: Existing and Proposed Regulatory Approaches to Artificially Intelligent Financial Planners*”, em *Duke Law Journal*,

- Vol. 67:651, 2017, pp. 651 a 679, consultado a 29 de junho de 2018 em <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3920&context=dlj>.
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, “DMIF II e Consultoria para Investimento: da *Compliance* à Revisão de Modelos de Negócio”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, AAVV., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 217 a 225.
- PARK, JAE YEON, RYU, JAE PIL e SHIN, HYUN JOON, “*Robo-Advisors for Portfolio Management*”, em *Advanced Science and Technology Letters*, Vol. 141, 2016, pp. 104-108, consultado a 28 de junho de 2018 em http://onlinepresent.org/proceedings/vol141_2016/21.pdf.
- SALO, MARIKA e HAAPIO, HELENA, “*Robo-Advisors and Investors: Enhancing Human-Robot Interaction Through Information Design*”, em *Erich Schweighofer et al. (Eds.), Trends and Communities of Legal Informatics. Proceedings of the 20th International Legal Informatics Symposium IRIS 2017. Österreichische Computer Gesellschaft*, 2017, consultado a 6 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2937821>, pp. 441 a 448.
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Banca Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, 5.^a edição revista e aumentada, Almedina, Coimbra, 2017.
- SILVA, MIGUEL GOMES DA, *Bolsa - Investir nos Mercados Financeiros*, Bookout, Lisboa, 2017.
- TERTILT, MICHAEL e SCHOLZ, PETER, *To Advise, or Not to Advise – How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors*, 2017, consultado a 5 de junho de 2018 em <https://ssrn.com/abstract=2913178>.
- VIDAL, ISABEL, “Do Prospector ao Agente Vinculado”, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007.

13. Outras Referências

- AFIP, *O impacto das novas tecnologias no sector bancário*, 29 de dezembro de 2016, consultado a 02 de maio de 2018 em <http://afip.pt/pt/blog/impacto-das-fintechs-no-sector-bancario/>.
- “A History of Robo-Advisors”, em *FutureAdvisor*, 2015, consultado a 17 de maio de 2018 em <https://www.futureadvisor.com/content/blog/history-of-robo-advisors>.
- “Ataque informático atinge Spotify, Twitter e outros sites”, em *Jornal de Notícias*, 21 de outubro de 2016, consultada a 3 de abril de 2018 em <https://www.jn.pt/inovacao/interior/ataque-informatico-atinge-spotify-twitter-e-outros-sites-5455610.html>.
- COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Understanding the Definition of Advice Under MiFID*, CERS/10-293, de 19 de abril de 2010.
- DINIS, RITA, “Ataque informático em Portugal vai mesmo acontecer, avisa especialista”, em *Observador*, 22 de outubro de 2016, consultada a 3 de abril de 2018 em <https://observador.pt/2016/10/22/ataque-informatico-em-portugal-vai-mesmo-acontecer-avisa-especialista/>.
- ESMA/EBA/EIOPA, *Joint Committee Discussion Paper on Automation in Financial Advice*, JC 2015 080, 4 de dezembro de 2015.
- ESMA, *Guidelines on Certain Aspects of The MiFID II Suitability Requirements*, (ESMA35-43-869), 28 de maio de 2018.
- EUROPEAN PARLIAMENT, *European Parliament resolution of 16 February 2017 with recommendations to the Commission on Civil Law Rules on Robotics (2015/2103(INL))*, consultado a 27 de abril de 2018 em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2017-0051&language=EN&ring=A8-2017-0005>.
- FLAX, RICHARD, “The era of the robo-advisor is upon us”, em *The Global Treasurer*, 2017, consultado a 17 de maio de 2018 em <https://www.theglobaltreasurer.com/2017/08/30/the-era-of-the-robo-advisor-is-upon-us/>.
- “Governo reduz de 53 para 6 diretivas europeias com transposição em atraso”, em *Diário de Notícias*, 30 de janeiro de 2018, consultado a 3 de maio de 2018 em <https://www.dn.pt/lusa/interior/governo-reduz-de-53-para-6-diretivas-europeias-com-transposicao-em-atraso-9085569.html>.

HUGHES, GILLIAN, *Novas Tecnologias Dominarão Mercado Financeiro nos Próximos Anos*, Capgemini, 18 de abril de 2016, consultado a 02 de maio de 2018 em <https://www.capgemini.com/br-pt/news/novas-tecnologias-dominarao-mercado-financeiro-nos-proximos-anos/#>.

“Hackers lançaram o maior ataque informático internacional”, em *Jornal de Notícias*, 13 de maio de 2017, consultado a 3 de abril de 2018 em <https://www.jn.pt/inovacao/interior/hackers-lancaram-o-maior-ataque-informatico-internacional-8472956.html>.

MEOLA, ANDREW, “*Here are the top 15 robo advisors making stock portfolio management easy in 2017*”, em *Business Insider*, 2017, disponível em <http://www.businessinsider.com/best-robo-advisors-2017-1>.

MEOLA, ANDREW, “*Betterment Review 2018: Fees, Returns, Investing Services & Competitors*”, em *Business Insider*, 2018, disponível em <http://www.businessinsider.com/betterment-review#services-provided>.

MOURÃO, BRUNO, “O *smartphone* é cada vez mais o 'banco' dos portugueses. Eis porquê”, em *Economia ao Minuto*, 23 de setembro de 2017.

MOYER, LIZ, “*Goldman Sachs to Buy Honest Dollar, a Small Plan Start-Up*”, em *DealBook Business & Policy*, 2016, disponível em <https://www.nytimes.com/2016/03/15/business/dealbook/goldman-sachs-to-buy-honest-dollar-a-small-plan-start-up.html>.

“O Futuro chegou ao seu banco e é digital”, em *Observador*, 10 de janeiro de 2018, consultado a 8 de março de 2018 em <http://observador.pt/2018/01/10/o-futuro-chegou-ao-seu-banco-e-e-digital/>.

“Portugal tem 22 casos pré-contenciosos por atraso na transposição de diretivas comunitárias – MNE”, em *Diário de Notícias*, 18 de julho de 2017, consultado a 3 de maio de 2018 em <https://www.dn.pt/lusa/interior/portugal-tem-22-casos-pre-contenciosos-por-atraso-na-transposicao-de-diretivas-comunitarias---mne-8646359.html>.

SEC, *Investor Bulletin: Robo-Advisers*, 23 de fevereiro de 2017, consultado pela última vez a 23 de maio de 2018 em <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-robo-advisers>.

60% das PME Portuguesas Estão a Investir em Novas Tecnologias no Local de Trabalho. Estudo de mais de 1600 PME europeias, Ricoh, 14 de fevereiro de 2018, consultado a 02 de maio de 2018 em <http://www.ricoh.pt/about->

[ricoh/news/2018/60-das-pme-portuguesas-estao-a-investir-em-novas-tecnologias-no-local-de-trabalho.aspx](https://www.rioh.com.pt/ricoh/news/2018/60-das-pme-portuguesas-estao-a-investir-em-novas-tecnologias-no-local-de-trabalho.aspx).