

Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/a953607d7c42/>

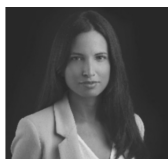
OS DEVERES DE INFORMAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS APÓS A DECISÃO DE INVESTIMENTO

NUNO SALAZAR CASANOVA MELISSA PEREIRA FILGUEIRA

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITALIS, VOL. 2 (2020), NO. 6, 37-68



DR. NUNO SALAZAR CASANOVA
Advogado
Sócio da Uría Menéndez – Proença de Carvalho



DR.ª MELISSA PEREIRA FILGUEIRA
Advogada
Associada Sénior da Uría Menéndez – Proença de Carvalho

Os deveres de informação dos intermediários financeiros após a decisão de investimento

Financial intermediaries' duties of information subsequent to the investment decision

RESUMO: Nos últimos anos temos assistido a um crescente número de litígios judiciais em que são suscitadas questões relativas ao acompanhamento do investimento realizado e aos deveres dos intermediários financeiros após a decisão de investimento pelo cliente, em especial relativas a eventuais deveres de informação sobre alterações supervenientes do risco dos produtos e até sobre deveres de aconselhamento na pendência do investimento. Este artigo procura enunciar e delimitar os deveres – se alguns – de informação dos intermediários financeiros (sejam eles bancos ou outras entidades) após a decisão de investimento pelo cliente.

Palavras-chave: (i) intermediários financeiros; (ii) deveres de informação; (iii) instrumentos financeiros.

ABSTRACT: In recent years, we have seen a growing number of legal disputes concerning the monitoring of investments and the obligations of financial intermediaries following the client's investment decision, in particular those concerning potential information duties regarding subsequent changes to the

risks of the financial instruments and even advice duties during the investment period. This paper aims to identify and to outline the information duties – if any – of the financial intermediaries (both banks and other entities) following the client’s investment decision.

Keywords: (i) financial intermediaries; (ii) information duties; (iii) financial instruments.

SUMÁRIO: 1. Introdução e ponto de ordem. 2. O dever de informação dos intermediários financeiros: 2.1. Contextualização; 2.2 Fontes; 2.3. A prestação de informações pelo intermediário financeiro em momento anterior à tomada de decisão de investimento como regra. 3. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento na recepção, transmissão e execução de ordens. 4. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento nos contratos de registo e depósito de instrumentos financeiros. 5. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento nos contratos de gestão de carteiras.

1. Introdução e ponto de ordem

A crise financeira de 2008, a subsequente crise das dívidas soberanas, e a falência (declarada ou não) do BPN, do BPP, do BES, do Banif e da PT/Oi, gerou em Portugal inúmeras perdas financeiras para accionistas e obrigacionistas, de entre os quais são paradigmáticos os celeberrimamente chamados “lesados BES”.

Os prejuízos provocados aos investidores geraram uma multiplicidade de litígios judiciais relativos a *misseling* de produtos financeiros, isto é, litígios em que se discutia o (in)cumprimento dos deveres de informação legais e contratuais pelos bancos que intermediaram a venda dos produtos. Nessas acções estão tipicamente em causa os princípios previstos nos artigos 304.º e 304.º-A do Código dos Valores Mobiliários (CVM), os deveres de informação previstos no artigo 312.º, do CVM os deveres de avaliação do carácter adequado da operação previstos no artigo 314.º do mesmo diploma, as regras gerais do erro sobre o objecto do negócio (artigo 251.º do Código Civil), da responsabilidade civil (artigo 483.º do Código Civil)¹ e as normas

¹ Se bem que, como bem refere A. Barreto Menezes Cordeiro, “*Não vemos como possa o regime previsto no artigo 304.º-A ser reconduzido o universo do artigo 483.º do CC.*”

relativas a conselhos, recomendações ou informações (artigo 485.º do Código Civil).

Recentemente, porém, têm surgido litígios em que são suscitadas questões relativas ao acompanhamento do investimento realizado e aos deveres dos intermediários financeiros após o investimento, em especial relativas a eventuais deveres de informação sobre alterações supervenientes do risco dos produtos e deveres de aconselhamento na pendência do investimento (nomeadamente recomendações de venda do produto financeiro ou de resgate do investimento).

Ora, por ausência de doutrina e jurisprudência consolidada sobre o tema, os tribunais têm sentido dificuldades em definir e delimitar os deveres dos intermediários financeiros após a venda dos produtos. É uma vez que na maior parte dos litígios os intermediários financeiros são bancos, tem-se verificado também alguma confusão entre os deveres dos bancos no exercício da actividade bancária e os deveres dos bancos no exercício da intermediação financeira. Tratam-se de actividades distintas e sujeitas a diferentes normas e a um diferente enquadramento jurídico: a actividade bancária, que consiste essencialmente em receber depósitos e conceder crédito, sem prejuízo de tudo o que lhe seja acessório ou conexo², rege-se

*O conteúdo do preceito é inequívoco: o IF é obrigado a ressarcir os danos causados não em virtude da eventual violação de direitos ou da violação de normas de protecção, mas da violação do seus deveres, quer sejam concretos ou genéricos. Trata-se de uma concretização da responsabilidade civil obrigacional. Do ponto de vista prático e dogmático, o artigo 304.º-A é autossuficiente, a sua aplicação não se encontra dependente da invocação do artigo 483.º ou do artigo 798.º, ambos do CC, nem dos respetivos pressupostos” (A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 294).*

² Assim, nos termos do disposto na alínea *w*) do artigo 2.º-A do RGICSF, uma instituição de crédito é “a empresa cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria” Aliás, “só as instituições de crédito podem exercer a actividade de recepção, do público, de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, para utilização por conta própria» (n.º 1 do artigo 8.º do RGICSF), e «só as instituições de crédito e as sociedades financeiras podem exercer, a título profissional, as actividades referidas nas alíneas b) a i), r) e s) do n.º 1 do artigo 4.º” (n.º 2 do artigo 8.º do RGICSF), onde se incluem «operações de crédito, incluindo concessão de garantias e outros compromissos, locação financeira e factoring» (alínea b) do n.º 1 do artigo 4.º do RGICSF).

no essencial pelo Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e é supervisionada pelo Banco de Portugal; a intermediação financeira, que é um serviço ou actividade relativa a valores mobiliários, é regulada em primeira linha pelo Código dos Valores Mobiliários e é supervisionada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Assim, no presente texto procuramos enunciar e delimitar os deveres – se alguns – de informação dos intermediários financeiros (sejam eles bancos ou outras entidades) após a decisão de investimento pelo cliente.

2. O dever de informação dos intermediários financeiros

2.1. Contextualização

Nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 24.º da Directiva 2014/65/UE, de 15 de Maio, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), as empresas de investimento devem actuar “*de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos interesses dos clientes*”³. Esta norma, incorporada no ordenamento jurídico português no artigo 304.º do CVM, representa o ponto de partida para o entendimento dos deveres de conduta do intermediário financeiro.

Com efeito, os deveres de conduta do intermediário financeiro podem ser reconduzidos à necessidade da prossecução de uma conduta diligente, leal e transparente perante o cliente⁴. Assim, o

³ Esta norma encontrava-se já consagrada no n.º 1 do artigo 11.º da Directiva 93/22/CEE, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários (DSI) e no n.º 1 do artigo 19.º da Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF I).

⁴ Gonçalo Castilho dos Santos, *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina: Coimbra (2008), 278, acrescentando ainda que: “[a] diligência, a lealdade e a transparência não são deveres acessórios de conduta, mas antes deveres de prestação fundados na boa fé. O dever de assegurar uma conduta diligente desempenha, simultaneamente, uma função integradora, promotora e de imputação em relação à conduta do intermediário financeiro”.

dever de actuar no interesse dos clientes norteia o regime jurídico da intermediação financeira e, bem assim, enquadra os concretos deveres dos intermediários financeiros⁵.

No âmbito dos deveres do intermediário financeiro incluem-se, *inter alia*, os deveres de informação (cfr. artigo 24.º da DMIF II). Tais deveres de informação incluem deveres passivos de esclarecimento quanto às questões que lhes sejam colocadas pelos investidores mas também deveres activos, obrigando-os a prestar todas as informações que sejam necessárias – atendendo aos conhecimentos e experiência do seu interlocutor – para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, ainda que o cliente as não solicite⁶.

Vale isto por dizer que, por forma a salvaguardar a confiança dos investidores e a garantir a protecção dos mesmos face a um mercado de capitais com uma complexidade crescente, o dever de informação pressupõe, na maior partes dos casos, que o intermediário financeiro adopte um comportamento proactivo, não devendo limitar-se à simples satisfação de eventuais pedidos de esclarecimento solicitados pelo cliente⁷.

Os deveres de informação dos intermediários financeiros não se reconduzem, actualmente, a um conceito unitário. Pelo contrário, a forma, amplitude e a intensidade do cumprimento dos deveres de informação varia, inevitavelmente, em função do serviço de intermediação financeira em causa e do perfil do cliente⁸. Assim, numa

⁵ Segundo A. Barreto Menezes Cordeiro, “A obrigação de actuar no interesse dos clientes marca o ritmo e o conteúdo dos vários deveres concretos assumidos pelos intermediários financeiros, maxime, os deveres de informação e de adequação, artigos 24.º e 25.º da DMIF II, respectivamente. Nestes termos, o dever de actuar no interesse dos clientes assume um papel nuclear na construção do regime jurídico da intermediação financeira” (A. Barreto Menezes Cordeiro, *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II em O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2019), Governance Lab, 61).

⁶ Cfr. acórdão TRC 16-jan.-2018 (Arlindo Oliveira), proc. n.º 2918/16.0T8LRA.C1

⁷ Neste sentido, acórdão STJ 12-jan.-2017 (Olindo Geraldes), proc. n.º 428/12.3TCFUN.L1.S1

⁸ De acordo com o acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 11 de Outubro de 2018: “O cumprimento dos deveres de informação que impendem sobre o intermediário financeiro é, porém, de geometria variável. Quer isto significar que a intensidade dos deveres de

ordem de compra de acções, um intermediário não terá de explicar a uma pessoa minimamente conhecedora e experiente neste tipo de valores mobiliários que existe risco de perda de capital ou que o valor das acções pode variar ao longo do tempo. No entanto, convém assegurar que um cliente com pouca instrução entende bem o risco de mercado, de capital e de liquidez inerente.

2.2. Fontes

À luz da multiplicação de variados diplomas legislativos e regulamentares, nacionais e europeus, que simultaneamente se sobrepõem e complementam, o direito dos valores mobiliários é actualmente composto por uma verdadeira *manta de retalhos normativa*.

Do ponto de vista da legislação europeia, o ponto de partida para a análise do dever de informação dos intermediários financeiros encontra-se no artigo 24.º e no n.º 6 do artigo 25.º da DMIF II. Estas normas foram concretizadas nos artigos 44.º e seguintes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de Abril de 2016, que completa a DMIF II no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva (RD 2017/565).

Do ponto de vista nacional, o regime jurídico do dever de informação dos intermediários financeiros encontra-se consagrado nos artigos 312.º (“*Deveres de Informação*”), 312.º-H (“*Informação específica a prestar no âmbito da consultoria para investimento*”), 314.º-D (“*Recepção e transmissão ou execução de ordens*”), 323.º (“*Informação contratual e periódica*”), 328.º (“*Tratamento de ordens de clientes*”), e 330.º (“*Execução nas melhores condições*”), todos do CVM. Em face das regras de interpretação conformes ao direito comunitário, o regime consagrado no CVM deve ser conjugado com o regime resultante do RD 2017/565.

informação varia em função do tipo contratual em causa e do concreto perfil do cliente” (STJ 11-out.-2018 (Maria do Rosário Morgado), proc. n.º 2339/16.4T8LRA.C2.S1).

2.3. A prestação de informações pelo intermediário financeiro em momento anterior à tomada de decisão de investimento como regra

Conforme sustentado unanimemente pela doutrina e jurisprudência nacional, «o momento primordial de prestação da informação por intermediários financeiros é o momento anterior à tomada da decisão de investimento»⁹. É de resto isso que resultava do disposto no recentemente revogado artigo 312.º-B (“Momento da Prestação de Informação”) do CVM.

Com efeito, a implementação da DMIF I veio assumir como essencial, para a protecção do investidor, a consagração da garantia de que este disponha dos elementos necessários e suficientes para tomar decisões de investimento de forma esclarecida e informada. Ademais, consagrou-se igualmente a garantia de que tais elementos informativos deverão ser transmitidos ao investidor em tempo útil e com antecedência suficiente face ao momento da tomada de decisão de investimento.

Esta matriz foi reforçada à luz da DMIF II¹⁰ e consagrada pelo legislador nacional aquando da sua transposição para o CVM, em particular no n.º 1 do artigo 312.º do CVM. Este preceito contém o núcleo essencial dos deveres informativos que oneram os intermediários financeiros, segundo o qual «o intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efectivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada» nos

⁹ Paulo Câmara, *Deveres de Informação e Formação de Preços no Direito dos Valores Mobiliários*, 2 CadMVM (1998), 79-95, 79.

¹⁰ A este respeito, veja-se o Considerando 83 da DMIF II: “Ao determinar em que consiste a prestação de informações em tempo útil antes de uma data especificada na presente diretiva, uma empresa de investimento deverá ter em conta, atendendo à urgência da situação, a necessidade do cliente de dispor de tempo suficiente para ler e compreender essas informações antes de tomar uma decisão de investimento. Um cliente necessitará provavelmente de mais tempo para analisar informações prestadas sobre um produto ou serviço complexo ou com o qual não esteja familiarizado, ou em relação ao qual não tenha experiência, do que se estiver a analisar um produto ou serviço mais simples ou com o qual esteja mais familiarizado, ou em relação ao qual já tenha uma experiência significativa”.

termos previstos em regulamentação e actos delegados na DMIF II¹¹. Aqui se apresenta um elenco não taxativo das informações que integram o núcleo essencial dos deveres informativos que recaem sobre o intermediário financeiro, o qual incluiu as informações respeitantes:

- a) Ao intermediário financeiro e aos serviços por si prestados;
- b) À natureza de investidor não profissional, investidor profissional ou contraparte elegível do cliente, ao seu eventual direito de requerer um tratamento diferente e a qualquer limitação ao nível do grau de protecção que tal implica;
- c) À origem e à natureza de qualquer interesse que o intermediário financeiro ou as pessoas que em nome dele agem tenham no serviço a prestar, sempre que as medidas organizativas adoptadas pelo intermediário nos termos dos artigos 309.º e seguintes não sejam suficientes para garantir, com um grau de certeza razoável, que será evitado o risco de os interesses dos clientes serem prejudicados, incluindo as medidas adoptadas para mitigar esse risco, devendo a informação ser suficientemente detalhada, tendo em conta a natureza do investidor, para permitir que este tome uma decisão informada relativamente ao serviço no âmbito do qual surge o conflito de

¹¹ A este respeito, note-se que o n.º 1 do artigo 312.º do CVM contém uma síntese dos elementos informativos que devem ser prestados aos investidores, os quais foram enunciados pelo legislador comunitário nos artigos 46.º a 50.º do RD 2017/565. Com efeito, veja-se o disposto no artigo 46.º do RD 2017/565:

“1. As empresas de investimento devem prestar aos clientes efetivos ou potenciais, com suficiente antecedência antes de o cliente efetivo ou potencial se vincular a qualquer acordo para efeitos de prestação de serviços de investimento ou auxiliares ou antes da prestação desses serviços, prevalecendo o que ocorrer mais cedo, as seguintes informações:

a) As condições de qualquer acordo desse tipo;

b) As informações requeridas no artigo 47.º relacionadas com esse acordo ou com esses serviços de investimento ou auxiliares.

2. As empresas de investimento devem prestar aos clientes efetivos ou potenciais, com suficiente antecedência antes da prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares, as informações requeridas nos artigos 47.º a 50.º [i.e. informações sobre a empresa de investimento e sobre os respectivos serviços prestados, informações sobre os instrumentos financeiros, informações relativas à protecção dos instrumentos financeiros ou fundos dos clientes e informações sobre os custos e encargos associados].”

interesses, e cumprir o disposto em regulamentação e actos delegados da DMIF II;

- d) Aos instrumentos financeiros e às estratégias de investimento propostas, incluindo se o instrumento financeiro se destina a investidores profissionais ou não profissionais, tendo em conta o mercado-alvo identificado;
- e) Aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar;
- f) À sua política de execução de ordens, que contém informação sobre os locais de execução e, se for o caso, à possibilidade de execução de ordens de clientes fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral ou organizado;
- g) À protecção do património do cliente e à existência ou inexistência de qualquer fundo de garantia ou de protecção equivalente que abranja os serviços a prestar;
- h) Ao custo do serviço a prestar ¹².

A extensão e a profundidade da informação a ser prestada pelo intermediário financeiro deverão ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente (cfr. n.º 2 do artigo 312.º do CVM), variando ainda consoante o negócio jurídico que, concretamente, tiver sido celebrado (sendo o seu grau apreciavelmente superior, por exemplo, na consultoria para investimento e nas recomendações de investimento).

Assim, o legislador pretende essencialmente que as informações sobre os serviços de intermediação financeira e, bem assim, sobre os instrumentos financeiros, sejam transmitidas aos investidores em momento prévio – e com antecedência suficiente – face à tomada da decisão de investimento.

O RD 2017/565 veio concretizar que os deveres de informação deveriam ser prestados *«com suficiente antecedência antes de o cliente efetivo ou potencial se vincular a qualquer acordo para efeitos de prestação de serviços de investimento ou auxiliares ou antes*

¹² O Considerando 84 da DMIF II estabelece que “[d]esde que as informações sejam comunicadas ao cliente com suficiente antecedência em relação à prestação do serviço, a presente diretiva em nada obriga as empresas a prestarem essas informações separadamente, no quadro de uma comunicação comercial, ou incluindo as informações num acordo concluído com o cliente”.

da prestação desses serviços, prevalecendo o que ocorrer mais cedo» (cfr. n.º 1 do artigo 46.º).

Sucedem em determinados casos ou relativamente a determinados serviços de intermediação financeira, existem ainda deveres de informação posteriores à decisão de investimento (e, inclusivamente, deveres de informação periódicos). Tais deveres dependem do serviço de intermediação em causa.

Vejam, assim, quais os deveres de informação posteriores à decisão de investimento nos serviços de intermediação que estão comumente em causa nos litígios em tribunal: (i) a transmissão, a recepção e a execução de ordens por conta de outrem, (ii) o registo e depósito de instrumentos financeiros, e (iii) a gestão de carteiras por conta de outrem¹³.

3. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento na recepção, transmissão e execução de ordens

A recepção, transmissão e execução de ordens de investimento por conta de outrem consubstancia uma actividade de investimento em instrumentos financeiros, prevista nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM, a qual, por sua vez, é simultaneamente uma actividade de intermediação financeira nos termos do disposto nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 289.º do CVM.

Em concreto, neste tipo de intermediação financeira¹⁴⁻¹⁵, o investidor transmite uma determinada ordem (normalmente de compra

¹³ Para além dos serviços e actividades de intermediação financeira enunciados, o legislador consagrou ainda os seguintes serviços e actividades: a tomada firme e colocação com garantia ou sem garantia (alínea d) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM), a negociação por conta própria (alínea e) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM), a consultoria para investimento (cfr. alínea f) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM), a gestão de sistema de negociação multilateral (cfr. alínea g) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM) e ainda a gestão de sistema de negociação organizado (cfr. alínea h) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM).

¹⁴ O regime relativo à transmissão, recepção e execução de ordens encontra-se previsto nos artigos 325.º a 334.º do CVM.

¹⁵ Também designadas por “ordens de bolsa” ou “ordens de investimento”.

ou venda)¹⁶ sobre instrumentos financeiros ao intermediário financeiro – que a recebe – para que este, em nome e em representação do cliente, a execute nos exactos termos previamente definidos. Assim, o intermediário financeiro age no interesse e por conta do cliente, pelo que é na esfera jurídica deste que se irão repercutir as consequências das operações relativas aos instrumentos financeiros. É o que tipicamente sucede quando um cliente adquire esporadicamente acções e obrigações junto de bancos.

A natureza jurídica das ordens relativas a valores mobiliários transmitidas ao intermediários financeiros vem sendo discutida, desde há muito, no panorama nacional. A doutrina maioritária vem sustentando que uma ordem deve ser qualificada como negócio jurídico unilateral¹⁷. Com efeito, vem sendo sufragado o entendimento

¹⁶ As ordens não se limitam, porém, a ordens de compra ou venda de produtos financeiros. Podem ser de diferente natureza, consoante o produto em causa, podendo ser por exemplo de subscrição, de resgate, de reembolso, etc.

¹⁷ Considerando a ordem de bolsa um negócio jurídico unilateral: Amadeu José Ferreira, *Ordem de Bolsa*, 52 ROA (1992), 467-511, 501-502; António Menezes Cordeiro, *Banca, Bolsa e Crédito – Estudos de Direito Comercial e de Direito da Economia*, I, Almedina: Coimbra (1990), 155; Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, 2 DVM (2000), 129-156, 133; Rui Pinto Duarte, *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, 7 CadMVM (2000), 352-373, 353; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a ed., Almedina: Coimbra (2018), 508-509; Fátima Gomes, *Contratos de Intermediação Financeira: Sumário Alargado em Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, UCP: Lisboa (2002), 565-599, 582-585; Carlos Ferreira de Almeida, *As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários em Direito dos Valores Mobiliários*, Lex: Lisboa (1997), 297-309, 296; José de Oliveira Ascensão, *A Celebração de Negócios em Bolsa*, 1 DVM (1999), 177-199, 184; Castilho dos Santos, *A responsabilidade cit.*, 157. Segundo o acórdão do STJ 11-jan.-2000: “A compra de valores mobiliários assenta numa ordem de compra dada pelo interessado, ou directamente ao corretor que a deva executar, ou a um intermediário financeiro autorizado para o efeito (...) Na emissão desta ordem não participa o seu destinatário, que nenhuma declaração negocial produz. Por isso a ordem de bolsa, designadamente a de compra – única que aqui interessa – é um negócio jurídico unilateral (...). Essa actuação não implica, pois, por si só a sua qualificação à luz de uma actuação como representante nem sequer, por maioria de razão – dada a já referida ausência de declaração negocial sua –, como mandatária, com ou sem representação. Simples representação decorrerá, num outro aspecto, da circunstância de as ordens de compra dadas pelo recorrido terem sido feitas com a indicação de débito

segundo o qual nas ordens de investimento o titular dos valores mobiliários exerce uma faculdade potestativa em relação ao intermediário financeiro quando lhe transmite a ordem de bolsa.

Conquanto o intermediário financeiro se encontre legalmente obrigado a aceitar a ordem de bolsa, efectivamente estaremos perante um negócio jurídico unilateral. Se as ordens estiverem previstas e forem dadas no âmbito de contratos de mandato ou contratos-quadro pré-existentes, então nesse caso as ordens correspondem também ao exercício de uma faculdade contratual.

Sucedo que, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 326.º do CVM, se a ordem for dada observando os requisitos legais previstos nos n.ºs 1 e 2 do mesmo artigo, o intermediário apenas está obrigado a aceitar a ordem caso exista uma anterior relação de clientela, o que significa que na ausência dessa relação a ordem pode ser recusada. Assim, nos casos em que não existe prévia relação de clientela, e considerando que é necessário o acordo do intermediário, acompanhamos JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA quando refere que as ordens “*são declarações negociais tendentes à celebração de mandatos para a compra ou venda de valores mobiliários*”¹⁸.

A natureza jurídica da ordem depende, portanto, da existência ou inexistência de prévia relação de clientela. No primeiro caso será um negócio jurídico unilateral, o qual apenas carece de ser executado. No segundo caso, não será um negócio unilateral mas antes

na sua conta (...). Mas sempre sem que, devido à já mencionada ausência de declaração negocial, não alegada nem provada, se possa falar num mandato” (acórdão STJ 11-jan.-2000 (Ribeiro Coelho), proc. n.º 99A792).

¹⁸ José Queirós Almeida, *Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica*, 24 CadMVM (2006), 291-303, 300. Em sentido semelhante, Carlos Ferreira de Almeida veio clarificar que “*as ordens para a execução de operações sobre valores mobiliários não são contratos, são actos jurídicos unilaterais. Uma vez têm a natureza de propostas contratuais que sendo aceites, dão lugar à formação de contratos de mandato. Outras vezes são emitidas ao abrigo de contratos-quadro (os contrato de mandato pré-existentes), pelo que não pode, em rigor, o intermediário aceitá-las ou recusá-las, mas simplesmente executá-las ou não, assumindo na segunda hipótese as consequências do incumprimento, se tais ordens se contiverem no âmbito das obrigações assumidas como mandatário*” (Carlos Ferreira de Almeida, *Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*, 3 DVM (2001), 121-136, 134).

um acto jurídico unilateral: uma declaração negocial que, a ser aceite, conduz à celebração de um mandato com representação. Este mandato está, todavia, limitado no seu conteúdo quando a ordem deva ser executada em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral ou organizado. Isto por força do disposto no n.º 1 do artigo 334.º do CVM, segundo o qual os intermediários financeiros respondem perante os seus ordenadores: a) pela entrega dos instrumentos financeiros adquiridos e pelo pagamento do preço dos instrumentos financeiros alienados; b) pela autenticidade, validade e regularidade dos instrumentos financeiros adquiridos; e c) pela inexistência de quaisquer vícios ou situações jurídicas que onerem os instrumentos financeiros adquiridos; sendo nula qualquer cláusula contratual que exclua tais responsabilidades.

Nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 322.º do CVM, considera-se que existe anterior relação de clientela quando: a) entre o intermediário financeiro e o investidor tenha sido celebrado contrato de gestão de carteira; ou b) o intermediário financeiro seja destinatário frequente de ordens dadas pelo investidor; ou c) o intermediário financeiro tenha a seu cargo o registo ou o depósito de instrumentos financeiros pertencentes ao investidor.

Em face do exposto, a execução de ordens de bolsa não implica que tenha sido celebrado qualquer contrato de intermediação financeira prévio. Simplesmente, na ausência de uma prévia relação de clientela, o intermediário financeiro não está obrigado a executar a ordem.

Por outro lado, a relação de clientela é um conceito jurídico determinado, não abarcando, portanto, outro tipo de relações, designadamente as relações entre banco e cliente que resultam apenas da prestação de serviços bancários. Um cliente de um banco, ainda que muito antigo e recorrente, não tem necessariamente com esse banco uma relação de clientela para efeitos do Código dos Valores Mobiliários. No entanto, a intermediação financeira é conduzida maioritariamente por instituições de crédito, as quais prestam igualmente serviços de registo e depósito de valores mobiliários. Assim, na maior parte dos casos, o investidor em instrumentos financeiros celebra com o banco um contrato de abertura de conta de títulos para custódia dos valores mobiliários a adquirir, criando-se de imediato a rela-

ção de clientela a partir da primeira aquisição de valores mobiliários por força do disposto na alínea c) do n.º 3 do artigo 322.º do CVM.

Note-se também que, por força da alteração ao artigo 330.º do CVM introduzida pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, presentemente o intermediário financeiro deve adoptar uma política de execução de ordens que: a) permita obter o melhor resultado possível e inclua, no mínimo, as formas organizadas de negociação que permitam obter, de forma reiterada, aquele resultado; e b) em relação a cada tipo de instrumento financeiro, inclua informações sobre as diferentes formas organizadas de negociação e os factores determinantes da sua escolha. A política de execução de ordens vincula o intermediário financeiro, devendo este executar as ordens de acordo com essa política. No entanto, a política de execução de ordens, constituindo um conjunto de procedimentos ou directrizes de actuação, não consubstancia um contrato, nem a validade da ordem depende da existência ou conhecimento da política de execução. No limite, e nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 330.º do CVM, *“Na falta de indicações específicas do ordenador, o intermediário financeiro emprega na execução de ordens todos os esforços razoáveis para obter o melhor resultado possível para os seus clientes, tendo em atenção o preço, os custos, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza ou qualquer outro factor relevante, nos termos previstos em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014”*.

Posto isto, e sendo certo que os deveres gerais de informação, na medida em que visam uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, são por natureza prévios à decisão, para aferir quais os deveres de informação posteriores à decisão de investimento haverá que analisar os deveres de informação específicos do intermediário financeiro para os casos de ordens de bolsa. Relativamente a estes, há que distinguir os deveres específicos prévios à tomada de decisão de investimento e os posteriores.

Os deveres específicos prévios no âmbito da transmissão, recepção e execução de ordens encontram-se integralmente regulamentados em regulamentação e actos delegados da DMIF II, dado o legislador nacional ter-se limitado a remeter o tratamento desta matéria

para aqueles (cfr. alínea a) do n.º 8 do artigo 323.º do CVM). Assim, no que respeita aos deveres específicos prévios à decisão de investimento, têm aplicação as normas gerais consagradas nos artigos 44.º a 50.º do RD 2017/565.

Por sua vez, relativamente aos deveres específicos de informação do intermediário financeiro, para os casos de ordens de bolsa, posteriores à tomada da decisão de investimento, o legislador comunitário consagrou duas obrigações: nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 59.º do RD 2017/565, “as empresas de investimento que tenham realizado uma ordem, que não as relativas a gestão de carteiras, em nome de um cliente devem tomar as seguintes medidas relativamente a essa ordem:

- a) Prestar prontamente ao cliente, num suporte duradouro, as informações essenciais relativas à execução dessa ordem;
- b) Enviar ao cliente uma comunicação, num suporte duradouro, que confirme a execução da ordem, o mais rapidamente possível e, o mais tardar, no primeiro dia útil seguinte à execução ou, caso a confirmação seja recebida pela empresa de investimento de um terceiro, o mais tardar no primeiro dia útil seguinte à receção da confirmação do terceiro»¹⁹⁻²⁰.

¹⁹ Nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 59.º do RD 2017/565, a comunicação enunciada na alínea b) do n.º 1 do artigo 59.º deverá incluir as seguintes informações, “na medida em que sejam aplicáveis, e, sempre que relevante, em conformidade com as normas técnicas de regulamentação relativas às obrigações em matéria de comunicação adotadas nos termos do artigo 26.o do Regulamento (UE) n.º 600/2014: (a) A identificação da empresa que apresenta as informações; (b) A denominação ou outros elementos identificadores do cliente; (c) O dia de negociação; (d) A hora de negociação; (e) O tipo de ordem; (f) A identificação da plataforma; (g) A identificação dos instrumentos; (h) O indicador de compra/venda; (i) A natureza da ordem, se não se tratar de uma ordem de compra/venda; (j) A quantidade; (k) O preço unitário; (l) A contrapartida pecuniária global; (m) O montante total das comissões e despesas faturadas e, se o cliente o requerer, uma repartição por rubrica, incluindo, se for caso disso, o montante de eventuais majorações ou minorações aplicadas se a transação foi executada por uma empresa de investimento por conta própria e a empresa de investimento estiver sujeita a uma obrigação de execução nas melhores condições para com o cliente; (n) A taxa de câmbio obtida nos casos em que a transação implica uma conversão cambial; (o) As responsabilidades do cliente relativamente à liquidação da transação, incluindo o prazo de pagamento ou de entrega e as informações adequadas sobre a conta, no caso de essas informações e responsabilidades não terem sido comunicadas previamente ao cliente; (p) No caso

O intermediário financeiro deverá ainda fornecer informações sobre o estado de execução da ordem ao cliente, a pedido deste (cfr. n.º 2 do artigo 59.º do RD 2017/565).

À luz do exposto, a intenção do legislador foi a de circunscrever a obrigação do intermediário financeiro à prestação de informações relativas (i) aos termos acordados para a execução da ordem, e (ii) ao estado de execução da mesma. E esta intenção facilmente se compreende: a obrigação decorrente da transmissão, recepção e execução de uma ordem de bolsa é de cumprimento praticamente instantâneo, no sentido em que a obrigação do intermediário financeiro se extingue com a execução dessa mesma ordem, nos exactos termos que lhe foram transmitidos pelo investidor, e com a prestação de informação sobre essa mesma execução. Assim, executada a ordem de bolsa e prestada a informação respeitante à sua execução, a obrigação do intermediário financeiro é cumprida e, como tal, é extinta, cessando a vinculação do intermediário financeiro aos deveres informativos *supra* referidos.

Deste modo, todas as vicissitudes do investimento posteriores à execução da ordem são completamente alheias ao intermediário financeiro na sua qualidade de executante. O intermediário não tem de prestar qualquer informação sobre factos supervenientes à execução da ordem, e muito menos sobre alterações dos *ratings* da entidade emitente, sobre a sua *performance* ou evolução da respectiva situação financeira. Por conseguinte, o intermediário financeiro não se encontra obrigado a notificar o investidor destas mesmas circunstâncias. Aliás, o intermediário financeiro, se não for o custodiante dos valores mobiliários adquiridos, não saberá sequer se o cliente ainda os mantém. Como se verá adiante, apenas nos contratos de gestão de carteiras existe obrigação de informar o cliente sobre a desvalorização do investimento (quando for de pelo menos

de a contraparte do cliente ser a própria empresa de investimento, qualquer pessoa do grupo desta empresa ou de outro cliente da empresa de investimento, a menção desse facto, salvo se a ordem tiver sido executada através de um sistema que facilite a negociação anónima”.

²⁰ As comunicações previstas nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 59.º do RD 2017/565 concretizam e esgotam as comunicações referidas no n.º 1 do artigo 323.º do CVM para este tipo de intermediação financeira.

10%). Precisamente porque o serviço de intermediação relativo a ordens de bolsa se esgota com a execução da ordem é que os intermediários cobram uma comissão fixa sobre o valor do investimento e não uma comissão periódica, como sucede nos contratos de gestão de carteiras.

Cumpra lembrar que a tutela informativa do investidor se encontra inevitavelmente delimitada por juízos de eficiência operacional do mercado e pela necessidade de uma alocação racional dos recursos. A prestação de informações ao investidor após a execução da ordem extravasaria o âmbito dos serviços de transmissão, recepção e execução de ordens de investimento, aproximando-se de um serviço de consultoria. Tal prestação adicional acarretaria, naturalmente, custos operacionais assinaláveis para o intermediário financeiro, os quais se teriam de repercutir no preço pago pelo investidor pelo serviço e não seriam consentâneos com uma comissão cobrada “à cabeça”. Como se verá adiante, os serviços que implicam um acompanhamento do investimento implicam contratos específicos de consultoria ou de gestão de carteiras, com encargos mensais ou anuais que podem ser muito significativos. É também por isso que os intermediários financeiros, ao contrário do que sucede na execução de ordens de bolsa, apenas aceitam prestar serviços de gestão de carteiras quando o volume do investimento for superior a um determinado limiar.

Estas conclusões resultam exponenciadas no caso da execução estrita de ordens (*execution-only*)²¹. Com efeito, esta modalidade de transmissão e execução de ordens – cujo regime foi inicialmente consagrado ao abrigo da DMIF I e posteriormente densificado ao abrigo do n.º 4 do artigo 25.º da DMIF II²²⁻²³ – tem subjacente uma menor

²¹ Paulo Câmara, *Os Deveres de Categorização de Clientes e de Adequação dos Intermediários financeiros* em Direito Sancionatório das Entidades Reguladoras, coord. Maria Fernanda Palma/Augusto Silva Dias/Paulo de Sousa Mendes, Coimbra Editora: Coimbra (2009), 299-324, 318.

²² A este respeito, importa atender ao Considerando 80 da DMIF II.

²³ O regime simplificado resultante do n.º 4 do artigo 25.º da DMIF II dispensa o intermediário financeiro do processo relativo à determinação da adequação do investimento previsto para a consultoria de investimento e para a gestão de carteiras (cfr. n.º 2 do artigo 25.º da DMIF II) e para os demais serviços de intermediação financeira (cfr. n.º 3 do artigo 25.º da DMIF II).

intensidade dos deveres de conduta dos intermediários financeiros, atendendo à menor complexidade dos instrumentos financeiros em questão e à exclusiva iniciativa do cliente. Para que este regime se aplique a uma determinada transmissão e execução de ordens, é necessária a verificação cumulativa dos seguintes requisitos:

- i. O objecto da operação seja um instrumento financeiro não-complexo ²⁴ (cfr. alínea a) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM);
- ii. O serviço seja prestado por iniciativa do cliente (cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM);
- iii. O cliente tenha sido claramente advertido, por escrito, ainda que de forma padronizada, de que, na prestação deste serviço, o intermediário financeiro não é obrigado a determinar a adequação da operação considerada às circunstâncias do cliente e que, por conseguinte, não beneficia da protecção correspondente a essa avaliação (cfr. alínea c) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM);
- iv. O intermediário financeiro cumpra os deveres relativos a conflitos de interesses previstos no CVM (cfr. alínea d) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM); e
- v. O intermediário financeiro não conceda crédito, incluindo o empréstimo de valores mobiliários, para a realização de operações sobre instrumentos financeiros em que intervenha (cfr. alínea e) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM).

²⁴ Para o efeito, o legislador enumerou na alínea a) do n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM alguns dos instrumentos financeiros que devem ser qualificados como não complexos, a saber:

- i) Ações admitidas à negociação num mercado regulamentado ou em mercado equivalente ou num sistema de negociação multilateral, com exceção de ações de organismos de investimento coletivo que não sejam harmonizados e ações que incorporam derivados;
- ii) Obrigações ou outras formas de dívida titularizada admitidas à negociação em mercado regulamentado ou num mercado equivalente ou num sistema de negociação multilateral, excluindo as que incorporam derivados ou uma estrutura que dificulte a compreensão dos riscos envolvidos;
- iii) Instrumentos do mercado monetário, excluindo os que incorporam derivados ou uma estrutura que dificulte a compreensão dos riscos envolvidos; e
- iv) Unidades de participação e ações em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados, excluindo organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados estruturados conforme definidos no segundo parágrafo do n.º 1 do artigo 36.º do Regulamento (UE) n.º 583/2010, da Comissão, de 1 de julho de 2010;
- v) Outros instrumentos financeiros não complexos”.

Verificando-se cumulativamente estes requisitos, não são aplicáveis ao intermediário financeiro os deveres de apreciação do carácter adequado da operação ao cliente, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 314.º-D do CVM. O que se compreende, atendendo à margem de autonomia do cliente que, nestes casos, é o responsável exclusivo pela adopção da decisão de investimento e dos termos em que o mesmo foi realizado. Se no casos de *execution-only* os intermediários financeiros estão dispensados até do dever prévio de adequação, por maioria de razão, não se justifica que mantivessem um dever de informação que perdurasse para além da conclusão da prestação do serviço de intermediação.

Importa salientar que, para efeitos do disposto no artigo 314.º-D do CVM, o serviço é prestado por iniciativa do cliente ainda tenha decorrido da prévia apresentação, pelo intermediário, de determinados produtos financeiros. Apresentação não equivale a recomendação e é comum que os bancos apresentem listas de acções ou obrigações em que os clientes podem investir. Mister é que a decisão do cliente não decorra de uma proposta ou apresentação que se destine a influenciar o cliente relativamente a um instrumento financeiro específico. Assim, é completamente diferente um intermediário apresentar um conjunto de acções ou obrigações para o cliente, querendo, investir, e apenas apresentar acções ou obrigações de uma determinada empresa específica. Neste sentido, o considerando 85 da DMIF II dispõe claramente que: “[u]m serviço será considerado como prestado por iniciativa de um cliente, a menos que o cliente o solicite em resposta a uma comunicação personalizada enviada pela empresa ou em nome desta, a esse cliente específico, que contenha uma proposta ou se destine a influenciar o cliente relativamente a um instrumento financeiro específico ou a uma transacção específica. Um serviço pode ser considerado como prestado por iniciativa de um cliente, não obstante o facto de esse cliente o ter solicitado com base numa comunicação que contenha uma promoção ou oferta de instrumentos financeiros, qualquer que seja a forma por que for feita, se, pela sua própria natureza, essa comunicação for geral e dirigida ao público ou a um grupo ou categoria mais vasto de clientes ou potenciais clientes”.

As conclusões ora sustentadas mereceram o acolhimento do Tribunal da Relação do Porto, em acórdão de 21 de Março de 2013, no sentido em que *“o intermediário financeiro, no âmbito de um contrato de transmissão e execução de ordem, não tem o dever de prestar informações relativas ao risco de insolvência do emitente, que corre por conta do investidor e é imprevisível à data da subscrição, nem sobre a evolução do investimento”*²⁵.

Em alguns casos discutiu-se a este propósito o alcance do n.º 4 do artigo 46.º do RD 2017/565, nos termos do qual *“as empresas de investimento devem notificar um cliente com a antecedência suficiente acerca de qualquer alteração significativa com incidência nas informações prestadas ao abrigo dos artigos 47.º a 50.º que seja importante para o serviço que a empresa presta a esse cliente”*. A questão que se colocava era se as alterações significativas nas informações poderiam incluir alterações posteriores à decisão de investimento. Sucede que esta norma tem como propósito apenas o de obrigar o intermediário a actualizar a informação prestada se alguma alteração significativa, que seja susceptível de influenciar a decisão de investimento, ocorrer entre o momento da prestação da informação e o momento da execução da ordem. Isto, desde logo, porque qualquer alteração posterior à execução não é importante para o serviço na medida em que o mesmo já foi prestado. Aquela norma visa, por exemplo, os casos – aliás frequentes – em que, entre o momento da prestação da informação e a execução da ordem, o preço dos valores mobiliários a adquirir varia de forma relevante por força das oscilações de mercado. Precisamente porque se refere a alterações entre o momento da prestação da informação e o momento da execução

²⁵ TRP 21-mar.-2013 (Leonel Serôdio), proc. n.º 2050/11.2TBVFR.P1. Neste acórdão, o Tribunal da Relação do Porto entendeu que *“dos artigos 323.º e segs referidos na sentença não se vislumbra qualquer concreta disposição legal que impusesse à Ré enquanto intermediária na aquisição das obrigações em causa, o dever de informar os AA a partir de Maio de 2008 que estava a ocorrer uma desvalorização contínua das obrigações aconselhando-os a vendê-las. Tem pois a Ré razão quando sustenta que não integra o âmbito do dever de informação consagrado no CVM a comunicação por parte do intermediário financeiro, no âmbito de um contrato de transmissão e execução de ordens, da desvalorização das obrigações adquiridas pelo investidor”*.

é que o n.º 4 do artigo 46.º do RD 2017/565 obriga a que a notificação seja feita com *antecedência suficiente*. Antecedência suficiente, entenda-se, “antes de o cliente efectivo ou potencial se vincular a qualquer acordo para efeitos de prestação de serviços de investimento ou auxiliares ou antes da prestação desses serviços”²⁶. Caso se tratasse da notificação de alterações posteriores à prestação do serviço, a notificação haveria de ser imediata ou, como foi estabelecido para a confirmação da execução na alínea b) do n.º 1 do artigo 59.º do RD 2017/565, “o mais rapidamente possível”.

4. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento nos contratos de registo e depósito de instrumentos financeiros

O contrato de registo e depósito de instrumentos financeiros inscreve-se no âmbito das actividades de intermediação financeira reguladas nos artigos 289.º e seguintes do CVM. Em concreto, o registo e depósito de valores mobiliários, bem como os serviços relacionados com a sua guarda, com a gestão de tesouraria ou de garantias²⁷, são juridicamente qualificados como serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento, nos termos do disposto na alínea a) do artigo 291.º do CVM.

Em rigor, o contrato de depósito e registo de instrumentos financeiros pode ser definido como um contrato celebrado entre um determinado intermediário financeiro e o titular de determinados instrumentos financeiros, pelo qual o primeiro se obriga perante o segundo a registar e/ou a manter em depósito tais instrumentos e, bem assim, a prestar serviços relativos aos direitos inerentes a esses mesmos instrumentos financeiros²⁸.

²⁶ Cfr. n.º 1 do artigo 46.º da RD 2017/565.

²⁷ Com excepção do serviço de administração de sistema de registo centralizado de valores mobiliários previsto no ponto 2, Secção A do Anexo ao Regulamento (UE) n.º 909/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de Julho de 2014.

²⁸ Cfr. José Engrácia Antunes, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, 85 BFDUC (2009), 277-319, 308 e s., e Maria Rebelo Pereira, *Contratos de Registo e Depósito de Valores*

O contrato de registo e depósito de instrumentos financeiros configura uma relação jurídica distinta da que resulta da transmissão, recepção e execução de ordens. Por um lado, o intermediário financeiro que adquire instrumentos financeiros em nome e por conta do cliente não é necessariamente a instituição que guarda em depósito os valores mobiliários. Por outro, os valores mobiliários podem ser depositados junto de um intermediário por via de transferência de uma carteira de títulos do mesmo cliente junto de outro intermediário, e não necessariamente como acto subsequente à aquisição pelo cliente.

Com efeito, conforme já avançado acima, no momento em que a ordem de bolsa é executada, o serviço encontra-se já definitivamente prestado (sem prejuízo das obrigações acessórias de transmitir as informações essenciais relativas à execução da mesma e confirmar a execução). Sempre que o intermediário que executa a ordem é simultaneamente o custodiante, das duas uma: ou a relação jurídica de custódia já existia, nomeadamente nas situações em que o cliente já dispunha de conta de títulos; ou nesse momento assiste-se ao nascimento de uma nova relação jurídica relativa ao registo e/ou ao depósito do instrumento financeiro. Como tal, a relação de registo e depósito é distinta da relação que gera, por exemplo, a ordem de compra.

O contrato de registo e depósito de instrumentos financeiros pode revestir uma de duas modalidades distintas: o *depósito de simples custódia* e o *depósito de administração*²⁹. Enquanto a primeira modalidade consiste na mera custódia dos instrumentos financeiros depositados e na cobrança dos respectivos rendimentos (cfr. artigo 405.º do Código Comercial e alínea c) do artigo 1187.º do Código Civil)³⁰, a segunda modalidade implica a assunção da obrigação de administração dos valores mobiliários registados ou depositados pelo custodiante, a qual assume conteúdo variável (ou seja, para

Mobiliários. Conceito e Regime, 15 CadMVM (2002), 317-332, 322-323.

²⁹ O regime relativo ao exercício de direitos inerentes aos instrumentos financeiros registados ou depositados deve ser determinado no contrato de registo e de depósito, nos termos e para os efeitos do disposto no n.º 1 do artigo 343.º do CVM.

³⁰ Engrácia Antunes, *Os Contratos* cit., 310.

além do depósito, o intermediário financeiro pode, por exemplo, subscrever e adquirir novos instrumentos financeiros)³¹.

Independentemente da modalidade de depósito contratada, o intermediário financeiro encontra-se adstrito a deveres de informação gerais prévios à tomada de decisão de investimento, previstos no artigo 312.º e 323.º do CVM e nos artigos 44.º a 50.º do RD 2017/565.

Por sua vez, os deveres de informação posteriores à tomada de decisão de investimento encontram-se consagrados, com referência ao tipo de serviço de intermediação ora em análise, no artigo 63.º do RD 2017/565. Com efeito, o legislador ordinário remeteu para regulamentação e actos delegados da DMIF II a regulamentação do dever de envio de extracto periódico relativo aos bens pertencentes ao património do cliente (cfr. alínea b) do n.º 8 do artigo 323.º do CVM).

Em primeiro lugar, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 63.º do RD 2017/565, *“as empresas de investimento que detêm instrumentos financeiros ou fundos dos clientes devem enviar, pelo menos trimestralmente, a todos os clientes cujos instrumentos financeiros ou fundos sejam por si detidos, uma declaração em suporte duradouro relativa a esses instrumentos financeiros ou fundos, salvo se essa declaração já tiver sido fornecida no quadro de qualquer outra declaração periódica”*³². Ou seja, os intermediários financeiros que detenham instrumentos financeiros de clientes no âmbito de um contrato de registo e depósito de instrumentos financeiros, têm a obrigação de prestar informações, pelo menos trimestralmente, relativamente aos aludidos instrumentos através da *declaração periódica de activos*.

³¹ Engrácia Antunes, *Os Contratos* cit., 310 e 311. Conforme salienta o Autor, as fronteiras entre a modalidade do depósito de administração e o contrato de gestão de carteiras podem tornar-se tanto mais esbatidas quanto maior for o alcance da obrigação de administração assumida pelo intermediário financeiro.

³² Sendo que, a pedido do cliente, as empresas devem fornecer a aludida declaração mais frequentemente a um custo comercial (cfr. n.º 1 do artigo 63.º do RD 2017/565).

A *declaração periódica de activos* – que poderá ser dispensada verificadas determinadas circunstâncias³³ – tem o seu conteúdo mínimo taxativamente definido ao abrigo do disposto no n.º 2 do artigo 63.º do RD 2017/565. Assim, a *declaração periódica de activos* deve incluir as seguintes informações:

- a) Informações sobre todos os instrumentos financeiros ou fundos detidos pela empresa de investimento, por conta do cliente, no final do período abrangido pela declaração;
- b) A medida em que quaisquer instrumentos financeiros ou fundos dos clientes foram objecto de operações de financiamento através de valores mobiliários;
- c) A quantificação de quaisquer eventuais benefícios que revertam a favor do cliente, por força da participação em quaisquer operações de financiamento através de valores mobiliários, e a base para a determinação do benefício que reverteu para o mesmo;
- d) Uma indicação clara dos activos ou dos fundos que estão sujeitos às regras da DMIF II e às suas medidas de execução e dos que não o estão, por exemplo os que estão sujeitos a um acordo de garantia financeira com transferência de titularidade;
- e) Uma indicação clara de quais os activos que são afectados por algumas especificidades no seu estatuto de propriedade, por exemplo devido a uma garantia;
- f) O valor de mercado ou o valor estimado, quando o valor de mercado não estiver disponível, dos instrumentos financeiros incluídos na declaração, com uma indicação clara de que a inexistência de um preço de mercado é susceptível de ser indicativa de falta de liquidez³⁴.

³³ Note-se que a declaração periódica de activos de clientes referida no n.º 1 do artigo 63.º do RD 2017/565 “*não deve ser fornecida se a empresa de investimento conceder aos seus clientes acesso a um sistema em linha que possa ser considerado um suporte duradouro, se o cliente puder aceder facilmente a declarações atualizadas relativas aos instrumentos financeiros ou fundos do cliente e se empresa tiver provas de que o cliente acedeu a essa declaração pelo menos uma vez durante o trimestre em causa*” (cfr. terceiro parágrafo do n.º 2 do artigo 63.º do RD 2017/565).

³⁴ Para estes efeitos, a avaliação do valor estimado deve ser efectuada pela empresa na base dos melhores esforços (cfr. alínea f) do n.º 2 do artigo 63.º do RD 2017/565).

Note-se que esta informação periódica não inclui qualquer análise sobre o risco do investimento. Por isso, alterações relativas ao risco – por força, por exemplo, da alteração da situação financeira das sociedades emitentes – não têm de ser comunicadas.

Este entendimento foi recentemente sufragado pelo Tribunal da Relação de Guimarães, em acórdão de 10 de Maio de 2018³⁵. Conforme sustentado no referido aresto, à luz dos preceitos do CVM e do rol de informação a prestar a investidores não profissionais, “*não se encontra, em nenhum deles, uma previsão que aponte no sentido de o intermediário financeiro estar obrigado a monitorizar a performance dos valores mobiliários adquiridos pelos clientes e alertá-lo para factores de desvalorização. Aliás, como o demonstra a experiência bancária, não se conhecem casos em que os intermediários financeiros prestem aos seus clientes informações sobre alterações do rating dos emitentes e entidades de referência dos produtos por eles comercializados*”. O Tribunal da Relação de Guimarães concluiu – e bem – não existir, na legislação aplicável, qualquer dever do intermediário financeiro de informar os investidores sobre as vicissitudes da entidade emitente ou sobre a performance da entidade garante³⁶.

³⁵ TRG 10-mai.-2018 (Maria Amália Santos), proc. n.º 1059/17.7T8VRL.G1

³⁶ Em sentido aparentemente contrário, o acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 8 de Janeiro de 2019 refere o seguinte: “*Na pendência da execução de um contrato de depósito e registo de instrumentos financeiros, o intermediário financeiro e custodiante não pode alhear-se das vicissitudes atinentes à entidade emissora das obrigações bem como à alteração da maturidade dos produtos, factores suscetíveis de se repercutirem negativamente nos resultados e solidez do produto adquirido, cabendo-lhe informar o investidor de modo a habilitá-lo a poder adoptar, tempestivamente, condutas que minimizem ou previnam riscos não despiciendos e conhecidos, que ameacem a normal conservação e frutificação dos instrumentos financeiros*”. Note-se, porém, que esta parece ser uma mera hipótese colocada como solução plausível de direito, e não propriamente o entendimento jurídico perfilhado pelo tribunal. Isto porque, logo de seguida consta que: “*Os factos alegados pelos Autores, acima elencados e resumidos, a provarem-se, são idóneos a sedimentar uma construção jurídica como a que ora se enunciou (com nexos de causalidade único ou concorrente), dando razão suficiente para o prosseguimento do processo tendo em vista o seu apuramento probatório e subsequente subsunção jurídico-material. Ou seja, sem que isto implique um julgamento antecipado de mérito, tais factos não são inócuos, pelo contrário, são relevantes de acordo com as soluções plausíveis de direito que poderão ser convocadas a final*” (TRL 8-jan.-2019 (Luis Filipe Sousa), proc. n.º 2115/17.7T8VFX.L1.7).

Em sentido concordante, o Tribunal da Relação de Lisboa, em acórdão de 24 de Outubro de 2019, veio sustentar que “[n]a pendência da execução de um contrato de depósito e registo de instrumentos financeiros, de «depósito de simples custódia», o intermediário financeiro não está obrigado a comunicar ao cliente, ora autor, qualquer alteração na cotação, seja de valorização, desvalorização, ou eventos que a pudessem determinar, dos títulos de que era depositário, quando apenas traduzem a materialização de um risco próprio do produto financeiro subscrito”³⁷.

5. Os deveres de informação posteriores à decisão de investimento nos contratos de gestão de carteiras

À semelhança dos contratos acima analisados, o contrato de gestão de carteiras inscreve-se no âmbito das actividades de intermediação financeira reguladas no CVM. Em concreto, a actividade de intermediação financeira prevista na alínea c) do n.º 1 do artigo 290.º do CVM, decorre da celebração de um “*contrato de gestão de interesses alheios, realizado entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor), em que o primeiro, actuando por conta e no interesse do segundo, assume a obrigação de administrar um conjunto de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, que lhe são confiados com vista a obter a melhor rentabilidade possível, mediante o pagamento de uma retribuição*”³⁸.

Assim, o contrato de gestão de carteiras é um contrato-quadro que permite instituir a relação de clientela entre o intermediário financeiro e o investidor (i.e. um *contrato de cobertura*)³⁹. Por sua vez, os negócios celebrados pelo intermediário financeiro, por conta

³⁷ TRL 10-out.-2019 (Ana Paula Carvalho), proc. n.º 14027/17.0T8LSB.L1-6.

³⁸ Ana Afonso, *O Contrato de Gestão de Carteira. Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro em Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, coord. Maria de Fátima Ribeiro, Almedina: Coimbra (2007), 51-86, 55-56.

³⁹ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *O Contrato de Gestão de Carteiras*, 51 CadMVM (2015), 109-122, 111.

do seu cliente, de aquisição ou alienação de valores mobiliários, objecto do primeiro, constituem *negócios de execução*⁴⁰.

É frequente, no âmbito do direito comparado, a classificação do contrato de gestão de carteiras numa de duas modalidades: o contrato de gestão direccionada de carteiras e o contrato de gestão discricionária de carteiras. No primeiro caso, o intermediário financeiro limita-se a propor ao investidor uma série de operações, sendo o investidor quem decide sobre a respectiva execução (ou seja, o investidor emite autorizações para que o intermediário financeiro adopte as decisões de investimento que o primeiro considere adequadas); no segundo caso, o intermediário financeiro goza de uma ampla margem de liberdade de actuação, podendo executar todas as operações que considere convenientes, sem necessidade de avisar ou consultar previamente o titular da carteira⁴¹.

No âmbito do direito nacional, os contratos de gestão totalmente discricionária de carteiras, isto é, sem que o cliente possa dar quaisquer ordens vinculativas ao gestor quanto às operações a realizar, serão apenas admissíveis caso seja assegurada uma rentabilidade mínima ao titular da carteira. Esta conclusão resulta do disposto nos n.ºs 1 e 2 do artigo 336.º do CVM.

Os deveres de informação do intermediário financeiro relativos aos contratos de gestão de carteiras – independentemente da respectiva modalidade – encontram-se previstos, no geral, no artigo 312.º e 323.º do CVM e nos artigos 44.º a 50.º do RD 2017/565⁴².

Por sua vez, os deveres de informação posteriores à tomada de decisão de investimento encontram-se dispersos pelo CVM e pelo RD 2017/565. Em concreto, o intermediário financeiro encontra-se vinculado: (i) aos deveres de informação típicos inerentes à transmissão, recepção e execução de ordens de investimento, designadamente no que respeita às comunicações sobre a execução da

⁴⁰ Afonso, *O Contrato* cit., 59.

⁴¹ Maria Vaz de Mascarenhas, *O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*, 13 CadMVM (2002), 109-128, 118; Menezes Leitão, *O Contrato* cit., 111.

⁴² Veja-se, em especial, o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 47.º do RD 2017/565.

ordem⁴³; (ii) aos deveres de informação inerentes ao registo e depósito dos instrumentos financeiros (em concreto, o dever de apresentação de uma declaração periódica de activos, nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 63.º do RD 2017/565)⁴⁴; e (iii) aos deveres de informação específicos do contrato de gestão de carteiras.

A respeito dos deveres de informação do intermediário financeiro específicos do contrato de gestão de carteiras, o legislador nacional recorreu à seguinte técnica legislativa:

- a) Remeteu a regulamentação dos deveres de informação inerentes ao contrato de gestão de carteira para a regulamentação e actos delegados da DMIF II e, em concreto, para os artigos 60.º e 62.º do RD 2017/565 (cfr. alínea a) do n.º 8 do artigo 323.º do CVM); e
- b) Estabeleceu que, no âmbito da prestação do serviço de gestão de carteiras a cliente não profissional, o intermediário financeiro deve:
 - i. Efectuar uma avaliação periódica do carácter adequado da operação ou serviço; e
 - ii. Entregar ao cliente um relatório actualizado sobre o modo como a operação ou serviço corresponde às preferências, objectivos e outras características do cliente (cfr. n.º 9 do artigo 323.º do CVM).

Em primeiro lugar, os intermediários financeiros devem, no âmbito do contrato de gestão de carteiras, apresentar ao investidor uma declaração periódica sobre as actividades de gestão de carteira realizadas por conta desse cliente (cfr. n.º 1 do artigo 60.º do RD 2017/565)⁴⁵⁻⁴⁶.

⁴³ Cfr. alínea h) do n.º 2 do artigo 60.º do RD 2017/565, que remete para as alíneas c) a l) do n.º 4 do artigo 59.º do RD 2017/565.

⁴⁴ Note-se que a lei admite que a declaração periódica de activos relativa aos instrumentos financeiros dos clientes possa ser dispensada, caso essa mesma declaração seja fornecida no quadro de qualquer outra declaração periódica (cfr. n.º 1 do artigo 63.º do RD 2017/565). Vale isto por dizer que, no âmbito de um contrato de gestão de carteiras, o intermediário financeiro poderá apenas enviar a declaração periódica referida no n.º 1 do artigo 60.º do RD 2017/565.

⁴⁵ Esta declaração periódica deverá ser apresentada num suporte duradouro, conforme disposto no n.º 1 do artigo 60.º do RD 2017/565.

⁴⁶ O intermediário financeiro ficará exonerado da entrega da declaração periódica se a

A aludida declaração periódica – que, por regra, deve ser apresentada de três em três meses⁴⁷ – deve conter uma análise imparcial e equilibrada das actividades realizadas e do desempenho da carteira durante o período objecto de apresentação de informações e deve incluir, sempre que for relevante, o elenco de informações detalhadas no n.º 2 do artigo 60.º do RD 2017/565.

Note-se que o investidor poderá optar por receber as informações sobre as transacções executadas no âmbito do contrato de gestão de carteiras numa base transacção a transacção⁴⁸. Nesse caso, o intermediário financeiro deverá prestar rapidamente ao cliente, aquando da execução de uma transacção pelo gestor de carteiras, as informações essenciais relativas à aludida transacção, num suporte duradouro (cfr. n.º 4 do artigo 60.º do RD 2017/565)⁴⁹. Em concreto, o intermediário financeiro deverá enviar ao cliente uma comunicação que confirme a transacção e que contenha as informações enumera-

mesma for apresentada por outra pessoa, conforme disposto no n.º 1 do artigo 60.º do RD 2017/565.

⁴⁷ A apresentação trimestral da declaração periódica poderá ser dispensada nos casos elencados no n.º 3 do artigo 60.º do RD 2017/565: “a) Se a empresa de investimento fornecer aos seus clientes acesso a um sistema em linha que possa ser considerado um suporte duradouro, se as avaliações atualizadas da carteira do cliente puderem ser consultadas e se o cliente puder aceder facilmente à informação exigida nos termos do artigo 63.º, n.º 2, e a empresa tiver provas de que o cliente acedeu a uma avaliação da sua carteira pelo menos uma vez durante o trimestre em causa; b) Nos casos em que é aplicável o n.º 4 [do artigo 60.º do Regulamento Delegado], a declaração periódica deve ser apresentada, pelo menos, anualmente; c) Sempre que um acordo entre uma empresa de investimento e um cliente autorize, no que diz respeito a um serviço de gestão de carteiras, um efeito de alavancagem em relação às carteiras, a declaração periódica deve ser apresentada, pelo menos, com uma periodicidade mensal”. Note-se que, nos termos do disposto no aludido preceito legal, a excepção prevista na alínea b) não deve ser aplicável no caso de transacções sobre instrumentos financeiros abrangidas pelo artigo 4.º, n.º 1, ponto 44, alínea c), ou abrangidas pelo Anexo I, secção C, pontos 4 a 11, da DMIF II.

⁴⁸ Caso o cliente opte por receber as informações sobre as transacções executadas numa base transacção a transacção, a declaração periódica a que se refere o n.º 1 do artigo 60.º do RD 2017/565 deve ser apresentada, pelo menos, anualmente (cfr. alínea b) do n.º 3 do artigo 60.º do RD 2017/565).

⁴⁹ Nesse contexto, o intermediário financeiro deverá enviar ao cliente uma comunicação que confirme a transacção e que contenha as informações detalhadas enumeradas no n.º 4 do artigo 59.º do RD 2017/565.

das no n.º 4 do artigo 59.º do RD 2017/565, o mais tardar no primeiro dia útil seguinte à execução ou, caso a confirmação seja recebida pela empresa de investimento de um terceiro, o mais tardar no primeiro dia útil seguinte à recepção da confirmação do terceiro⁵⁰.

Em segundo lugar, o intermediário financeiro tem o dever específico de informar o cliente caso o valor global da carteira, tal como avaliado no início de cada período objecto de apresentação de informações, tenha decrescido em 10% e, seguidamente, em múltiplos de 10%. Essa comunicação deve ser realizada pelo intermediário financeiro o mais tardar até ao final do dia útil em que o limiar foi ultrapassado ou, no caso de o limiar ter sido ultrapassado num dia não útil, até ao final do primeiro dia útil seguinte (cfr. n.º 1 do artigo 62.º do RD 2017/565).

Em terceiro lugar, o intermediário financeiro deve entregar ao cliente um relatório actualizado sobre o modo como a operação ou serviço corresponde às preferências, objectivos e outras características do cliente (cfr. n.º 9 do artigo 323.º do CVM).

Em suma, e sem prejuízo das informações periódicas, apenas nos contratos de gestão de carteiras existe especificamente a obrigação de informar o cliente sobre alterações relevantes no valor do investimento. Mas mesmo esse dever de informação cinge-se ao valor da carteira, e não propriamente a alterações do risco dos valores mobiliários que a compõem. Claro que, se na pendência de um contrato de gestão de carteiras existir uma alteração relevante de risco que faça perigar o investimento, o gestor da carteira tem o dever de propor ou de tomar as medidas adequadas. No entanto, tal dever decorre dos deveres gerais de diligência dos mandatários e, especificamente, do dever previsto na alínea a) do n.º 1 do artigo 335.º do CVM, segundo o qual pelo contrato de gestão de uma carteira individualizada de instrumentos financeiros o intermediário financeiro obriga-se a realizar todos os actos tendentes à valorização da carteira.

⁵⁰ A obrigação de envio de uma comunicação de confirmação da transacção nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 59.º do RD 2017/565 não terá aplicação sempre que a confirmação contiver as mesmas informações que uma confirmação que deva ser prontamente enviada ao cliente por outra pessoa (cfr. terceiro parágrafo do n.º 4 do artigo 60.º do RD 2017/565).

Bibliografia

- Afonso, Ana, *O Contrato de Gestão de Carteira. Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro em Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, coord. Maria de Fátima Ribeiro, Almedina: Coimbra (2007), 51-86.
- Almeida, Carlos Ferreira de, *As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários em Direito dos Valores Mobiliários*, Lex: Lisboa (1997), 297-309.
- Almeida, José Queirós, *Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica*, 24 CadMVM (2006), 291-303
- Antunes, José Engrácia, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, 85 BFDUC (2009), 277-319.
- Ascensão, José de Oliveira, *A Celebração de Negócios em Bolsa*, 1 DVM (1999), 177-199.
- Câmara, Paulo, *Deveres de Informação e Formação de Preços no Direito dos Valores Mobiliários*, 2 CadMVM (1998), 79-95.
- *Os Deveres de Categorização de Clientes e de Adequação dos Intermediários financeiros em Direito Sancionatório das Entidades Reguladoras*, coord. Maria Fernanda Palma/Augusto Silva Dias/Paulo de Sousa Mendes, Coimbra Editora: Coimbra (2009), 299-324.
- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a ed., Almedina: Coimbra (2014).
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2018);
- *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II em O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2019).
- Cordeiro, António Menezes, *Banca, Bolsa e Crédito – Estudos de Direito Comercial e de Direito da Economia*, I, Almedina: Coimbra (1990).
- Duarte, Rui Pinto *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, 7 CadMVM (2000), 352-373.
- Ferreira, Amadeu José, *Ordem de Bolsa*, 52 ROA (1992), 467-511.
- Gomes, Fátima, *Contratos de Intermediação Financeira: Sumário Alargado em Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, UCP: Lisboa (2002), 565-599.

Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes, *Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, 2 DVM (2000), 129-156;

— *O Contrato de Gestão de Carteiras*, 51 CadMVM (2015), 109-122.

— *Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*, 3 DVM (2001), 121-136.

Mascarenhas, Maria Vaz de, *O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*, 13 CadMVM (2002), 109-128.

Pereira, Maria Rebelo, *Contratos de Registo e Depósito de Valores Mobiliários. Conceito e Regime*, 15 CadMVM (2002), 317-332.

Santos, Gonçalo Castilho, dos *A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente*, Almedina: Coimbra (2008).