

Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/15d85e231a29/>

OS DEVERES DE ADEQUAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS À LUZ DA DMIF II

A. BARRETO MENEZES CORDEIRO

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITALIS, VOL. 1 (2019), NO. 1, 1-24



PROF. DOUTOR A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, LLM*
Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
e da Universidade Europeia. Investigador do Centro
de Investigação de Direito Privado

Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II

The assessment of suitability under MiFID II

RESUMO: O dever de adequação surge, com a DMIF II, desdobrado em três regimes distintos, consoante os serviços efetivamente prestados: (i) dever de adequação nos serviços de consultoria de investimento e de gestão de carteiras; (ii) dever de adequação nos demais serviços financeiros, incluindo os serviços auxiliares; e (iii) dever de adequação na execução, receção e transmissão de ordens.

Palavras-chave: (i) intermediário financeiro; (ii) dever de adequação; (iii) dever de lealdade

ABSTRACT: With MiFID II, the assessment of suitability now breaks down into three distinct legal frameworks depending on the particular services provides: the assessment of suitability in investment advice and portfolio management services; (ii) the assessment of suitability in other financial services, including ancillary services; and (iii) the assessment of suitability in executing, receiving and transmitting orders.

Key words: (i) financial intermediaries; (ii) suitability rule; (iii) duty of loyalty

* antoniobmcordeiro@fd.ulisboa.pt

SUMÁRIO: 1. Enquadramento dogmático e sistemático. 2. As origens do dever de adequação. 3. Fontes europeias e nacionais. 4. Sistematização do dever de adequação. 5. O dever de adequação em sentido amplo. 6. O dever de se informar. 7. O dever de adequação em sentido estrito. 8. Outros serviços de investimento. 9. A execução, a receção e a transmissão de ordens. 10. Relatórios de adequação. Bibliografia.

1. Enquadramento dogmático e sistemático

I. Nos termos do artigo 24.º/1 da Diretiva 2014/65/UE, de 15 de maio¹ (DMIF II), devem as empresas de investimento atuar “de forma honesta, equitativa² e profissional, em função dos interesses dos clientes”. Esta disposição, que encontra no artigo 304.º do CVM a sua correspondência interna, é herdeira do artigo 11.º/1 da Diretiva 93/22/CEE, de 10 de maio (DSI)³, e do artigo 19.º/1 da Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril (DMIF I)⁴.

II. A obrigação de atuar 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, respetivamente. Nestes termos, o dever de atuar no interesse dos clientes assume um papel nuclear na construção do regime jurídico da intermediação financeira.

Também numa perspetiva interna, ou seja, no âmbito da relação existente entre os intermediários financeiros e os investidores⁵, o dever de atuar no interesse destes beneficiários assume um papel

¹ *Relativa aos mercados de instrumentos financeiros.*

² A expressão *equitativa* não só se mostra desadequada, em face da *ratio* que subjaz ao preceito, como tende a desconsiderar a linguagem jurídico-científica portuguesa. Melhor seria ter sido empregue a expressão legal. Essa mesma era já utilizada no artigo 19.º/1 da Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril (DMIF I).

³ *Relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.*

⁴ *Relativa aos mercados de instrumentos financeiros.*

⁵ Quanto aos vários sentidos e dimensões assumidos pelo conceito de relação de intermediação financeira, veja-se Carlos Ferreira de Almeida, *Relação de clientela na intermediação de valores mobiliários*, 3 DVM (2001), 121-136.

nuclear. É, de resto, este dever⁶ que permite reconduzir esta relação ao universo fiduciário⁷.

III. O dever de atuar no interesse do cliente⁸, com toda a carga jurídica e social associada, corresponde, na prática, ao mais conhecido dever de lealdade⁹.

O dever de lealdade, por sua vez, distingue-se em dever de lealdade positivo e dever de lealdade negativo¹⁰. O primeiro impõe ao intermediário financeiro a obrigação de atuar no melhor interesse do cliente¹¹, concretizando-se o segundo na obrigação de não colocar os interesses próprios ou os interesses de terceiros à frente dos interesses do cliente.

O dever de lealdade negativo materializa-se, por exemplo, nos vários deveres relativos a conflitos de interesses¹² e na proibição de obtenção de benefícios ilegítimos¹³. O dever de lealdade positivo materializa-se, por seu lado e a título exemplificativo, no dever de adequação.

⁶ Na realidade, a dimensão fiduciária da relação manifesta-se em inúmeros preceitos do nosso CVM: A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 282-283: apanhado completo dos vários preceitos em que essa dimensão surge espelhada.

⁷ Para além de Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 282 ss e das várias referências bibliográficas aí mencionadas, veja-se o mais recente estudo de Luca Enriques/Matteo Gargantini, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, 3 *Ital L J* (2017), 485-510.

⁸ Não se nega, naturalmente, que o dever de atuar no interesse de outrem não é um corolário único das relações fiduciárias. Contudo, é no seio destas últimas que a expressão assume uma dimensão única.

⁹ Sobre o dever de lealdade nas relações fiduciária: A. Barreto Menezes Cordeiro, *Do trust no Direito civil*, Almedina: Coimbra (2014), 519 ss; e, especificamente, na relação de intermediação: Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 296 ss.

¹⁰ Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 298 ss.

¹¹ P. ex.: artigo 304.º/1 ou artigo 326.º/1, a), ambos do CVM.

¹² P. ex.: artigo 309.º/3 ou artigo 347.º, ambos do CVM.

¹³ P. ex.: artigo 313.º/1 do CVM.

2. As origens do dever de adequação

I. As origens do dever de adequação são, tradicionalmente, encontradas na *suitability rule* estado-unidense¹⁴.

Em 1938, o *Maloney Act* introduziu um novo preceito no *Securities Exchange Act*, 1934¹⁵ – a s. 15A. A sua positivação visou promover a criação de uma associação que autorregulasse as atividades desenvolvidas pelos *brokers* e pelos *dealers*. Deu-se, assim, um primeiro passo¹⁶, no sentido da regulação mais efetiva destas atividades de intermediação financeira¹⁷. Foi neste contexto que se constituiu a *National Association of Securities Dealers* (NASD)¹⁸ – hoje *Financial Industry Regulatory Authority* (FIRNA)¹⁹.

Em 1939, a NASD publica as suas primeiras *Rules of Fair Practice*²⁰. É no *Article III, section 2*, destas *Rules* que iremos encontrar

¹⁴ Entre nós: Paulo Câmara, *Manual de Direito dos valores mobiliário*, 3.^a ed., Almedina: Coimbra (2016), 410 ss.

¹⁵ O Direito dos valores mobiliários contemporâneo formou-se no pós-Grande Depressão, com a entrada em vigor dos seus dois mais célebres diplomas: o *Securities Act*, 1933 e o *Securities Exchange Act*, 1934. Sobre a evolução do Direito mobiliário estado-unidense: A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários*, I, Almedina: Coimbra (2015), 70 ss.

¹⁶ Sobre o Direito aplicável aos intermediários financeiros antes da entrada em vigor do *Securities Exchange Act*, 1934: Cheryl Goss Weiss, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 J Corp L (1997), 65-119, 72 ss.

¹⁷ Anónimo, *Over-the Counter Trading and the Maloney Act*, 48 Yale (1939), 633-649; Tamar Hed-Hofmann, *The Maloney Act Experiment*, 6 BCL Rev (1965), 187-218; Richard W. Jennings, *Self-Regulation in the Securities Industry: The Role of the Securities and Exchange Commission Securities Regulation*, 29 Law & Contemp Probs (1964), 663-690.

¹⁸ Sobre as origens, história e propósito da NASD, *vide*, como ponto de partida: Paul S. Grant, *The National Association of Securities Dealers: Its Origins and Operation*, Wis L Rev (1942), 597-609; Thomas B Rutter, *The National Association of Securities Dealers: Continuing Government-Industry Cooperative Regulation in the Over-the Counter Securities Industry*, 7 Vill L Rev (1962), 611-655.

¹⁹ Em 2007, foi promovida a fusão entre a NASD e a dimensão regulatória da *New York Stock Exchange* (NYSE), dando origem à *Financial Industry Regulatory Authority*: Christopher W. Cole, *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): Is the Consolidation of NASD and the Regulatory Arm of NYSE a Bull or a Bear for U.S. Capital Markets?*, UMKC L Rev (2007), 251-271.

²⁰ Estas *rules* tiveram como fonte inspiradora o *Code of Fair Competition for Investment Bankers* (1933).

a primeira referência a um dever de adequação, na esfera jurídica dos intermediários financeiros – a famosa *suitability rule*²¹:

*In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs*²².

II. A década de 60 do século passado trouxe importantes novidades. Em 1963, é publicado o *Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*²³⁻²⁴. Composto por mais de 3 000 páginas, o estudo cobre as mais variadas áreas do Direito dos valores mobiliários. No que ao dever de adequação respeita, o estudo elenca uma série de queixas apresentadas por clientes²⁵, nomeadamente: a falta de conhecimento dos intermediários financeiros em relação aos produtos que aconselham; o aconselhamento, sem a informação necessária, de valores mobiliários especulativos; ou a sugestão de compra ou de venda de produtos não adequados às características de cada cliente em concreto²⁶.

²¹ Evolução histórica: Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Securities Code*, 29 *Hastings LJ* (1978), 1069-1216, 1073 ss; Matthew P. Allen, *A Lesson from History, Roosevelt to Obama – The Evolution of Broker-Dealer Regulation: From Self-Regulation, Arbitration, and Suitability to Federal Regulation, Litigation, and Fiduciary Duty*, 5 *Entrepreneurial Bus LJ* (2010), 1-96, 21 ss.

²² Esta disposição permaneceu inalterada até à entrada em vigor das *FINRA Rules*. Atualmente, corresponde à *Rule 2111*.

²³ Pode ser consultado, na sua totalidade, em <http://sechistorical.org/museum/papers/1960/> (consultado a 8 de dezembro de 2018).

²⁴ Byron D. Woodside, *Resumé of the Report of the Special Study of Securities Markets and the Commission's Legislative Proposals*, 19 *Bus Law* (1994), 463-479: linhas gerais e propósitos subjacentes às alterações. William L. Cary, *Introduction: The Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission Recent Developments in Securities Regulations: The Special Study of Securities Markets*, 62 *Mich L Rev* (1964), 557-566.

²⁵ A doutrina da época identificava iguais problemas: Fishman, *Broker-Dealer Obligations cit.*, 239 ss.

²⁶ Part I, 268-270.

O *Special Study* recomendava, em consequência, um controlo interno – pelos próprios intermediários financeiros – e externo – pela NASD – das práticas de venda e de aconselhamento, assim como um aprofundamento do dever de adequação.

Em 1967, é dado um novo passo, com a publicação da *Exchange Act rule 15b10-3*:

*Every nonmember broker or dealer and every associated person who recommends to a customer the purchase, sale or exchange of any security shall have reasonable grounds to believe that the recommendation is not unsuitable for such customer on the basis of information furnished by such customer after reasonable inquiry concerning the customer's investment objectives, financial situation and needs, and any other information known by such broker or dealer or associated person*²⁷.

Esta disposição, por ser mais exigente do que a imposta pela NASD²⁸⁻²⁹ – decretou deveres de informação ativos aos intermediários financeiros –, causou alguma fricção entre o regulador privado e a SEC³⁰. Até este momento, a legislação estado-unidense não conhecia qualquer preceito que impusesse, aos intermediários financeiros e mesmo que sectorialmente, o dever de se informarem sobre os recursos, necessidades e pretensões dos clientes³¹, apesar de a SEC já então defender essa conceção³².

III. Nas décadas que se seguiram, a *suitability rule* foi sendo, sucessivamente, objeto de aperfeiçoamentos e sempre no mesmo sentido: densificação do dever de adequação imposto aos *brokers* e *dealers*.

²⁷ § 240.15b10-3, 32 FR 11639, 11-ago.-1967.

²⁸ Rediker, *Civil Liberty* cit., 27: o novo preceito veio clarificar algumas omissões evidentes das *NASD Rules*.

²⁹ Alguma doutrina da época mostrou-se crítica da autorregulação promovida pela NASD: Mundheim, *Professional Responsibilities* cit., 480.

³⁰ Roach II, *The Suitability Obligations* cit., 1080 ss.

³¹ Fishman, *Broker-Dealer Obligations* cit., 245 ss.

³² Rediker, *Civil Liberty* cit., 25.

Atualmente, e embora não se desconheça a multiplicação de fontes legislativas e paralegislativas, o núcleo do dever de adequação estado-unidense encontra-se previsto na *FINRA rule 2111. Suitability*. Atente-se ao disposto na sua alínea (a):

A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.

IV. O estudo da *suitability rule* no Direito estado-unidense, em especial quando desenvolvido com propósitos comparatísticos ou mesmo legislativos, não pode ignorar as especificidades do modelo de intermediação financeira local.

Ao contrário do que se verifica entre nós, onde o intermediário financeiro assume um conceito congregador de múltiplas atividades – recorde-se, a este propósito, os extensos e esclarecedores artigos 289.º, 209.º e 291.º, todos do CVM –, o Direito estado-unidense não conhece uma figura nuclear, antes distinguindo os *brokers* e os *dealers* dos *advisors*. Aos primeiros, cabe executar ordens relativas a transações de instrumentos financeiros³³; e, aos segundos, prestar aconselhamento mobiliário³⁴.

³³ *Securities Exchange Act*, 1934, s. 3(4)(A): “*In General.*– The term “broker” means any person engaged in the business of affecting transactions in securities for the account of others”; *Securities Exchange Act*, 1934, s. 3(5)(A): “*In General.*– The term “dealer” means any person engaged in the business of buying and selling securities (not including security-based swaps, other than security-based swaps with or for persons that are not eligible contract participants) for such person's own account through a broker or otherwise”.

³⁴ *Investment Advisers Act*, 1940.

Apesar do caminho percorrido nos últimos anos, apenas os *advisors* são, tradicionalmente, considerados fiduciários³⁵. Assim, quanto a estes nunca a dúvida relativa à existência ou não existência de deveres de adequação se colocou: trata-se de uma decorrência lógico-jurídica do dever de atuar sempre no melhor interesse dos clientes, enquanto beneficiários da relação. Já o mesmo não se verifica, à luz da concepção clássica, em relação aos *brokers* e aos *dealers*.

Apesar do enorme interesse em atender à realidade estado-unidense, em face dos seus desenvolvimentos legislativos e práticos, não podem os juristas continentais desconsiderar ter sido a *suitability rule* desenvolvida, pelo menos parcialmente, como forma de contrabalançar a não recondução dos *brokers* ao universo fiduciário.

3. Fontes europeias e nacionais

I. O Direito dos valores mobiliários, assim como os demais ramos do Direito financeiro, está a tornar-se, do ponto de vista legislativo, um autêntico quebra-cabeças, em face da multiplicação de diplomas legislativos, nacionais e europeus, a que acrescem outros documentos, com uma força vinculativa nem sempre clara, da autoria da CMVM e da ESMA.

II. Do ponto de vista do Direito europeu, o artigo 25.º da DMIF II corresponde ao ponto de partida para a análise ao dever de adequação – com a epígrafe: *Avaliação da adequação e prestação de informações aos clientes*³⁶.

O disposto neste preceito surge concretizado nos artigos 54.º ss do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, de 26 de abril de 2016

³⁵ Steven D. Irwin/Scott A. Lane/Carolyn W. Mendelson, *Wasn't My Broker Always Looking out for My Best Interests? The Road to Become a Fiduciary*, 12 Duq Bus LJ (2009), 41-61; Arthur B. Laby, *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 55 Vill L Rev (2010), 701-742; Norman S. Poser, *Reflections on the Securities Broker as a Fiduciary*, 68 SMU L Rev (2015), 845-856.

³⁶ O dever de adequação é ainda tratado no artigo 26.º da DMIF II.

(RD (UE) 2017/565)³⁷: artigo 54.º: *Avaliação da adequação e relatórios de adequação*³⁸; artigo 55.º: *Disposições comuns à avaliação da adequação*³⁹; artigo 56.º: *Avaliação da adequação e obrigações relacionadas em matéria de manutenção e registo*⁴⁰; artigo 57.º: *Prestação de serviços relativamente a instrumentos não complexos*⁴¹; artigo 59.º: *Obrigações de informação em relação à execução de ordens que não as relativas a gestão de carteiras*⁴²; artigo 60.º: *Obrigações de informação relativamente à gestão de carteiras*⁴³; artigo 61.º: *Obrigações de informação relativamente às contrapartes elegíveis*⁴⁴; artigo 62.º: *Obrigações adicionais de informação relativamente às transações de gestão de carteiras ou com passivos contingentes*⁴⁵; artigo 63.º: *Declarações relativas aos instrumentos financeiros ou aos fundos dos clientes*⁴⁶; e artigo 73.º: *Manutenção de registos dos direitos e obrigações da empresa de investimento e do cliente*⁴⁷.

Por fim, importa atender, ainda ao nível europeu, às *Guidelines* emitidas pelas ESMA⁴⁸. A saber: (i) *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-1163, 6-nov.-2018; (ii) *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, ESMA/2015/1783, de 4-fev.2016, relativas ao disposto no artigo 25.º/4 da DMIF II⁴⁹; e (iii) *Guidelines for assessment of know-*

³⁷ *Que completa a Diretiva 2014/65/UE, 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 directiva.*

³⁸ Concretização do artigo 25.º/2 da DMIF II.

³⁹ Concretização do artigo 25.º/2 e 3 da DMIF II.

⁴⁰ Concretização do artigo 25.º/3 e 5 da DMIF II.

⁴¹ Concretização do artigo 25.º/4 da DMIF II.

⁴² Concretização do artigo 25.º/6 da DMIF II.

⁴³ Concretização do artigo 25.º/6 da DMIF II.

⁴⁴ Concretização dos artigos 24.º/4 e 25.º/6 da DMIF II.

⁴⁵ Concretização do artigo 25.º/6 da DMIF II.

⁴⁶ Concretização do artigo 25.º/6 da DMIF II.

⁴⁷ Concretização do artigo 25.º/5 da DMIF II.

⁴⁸ Sobre o valor jurídico das *Guidelines*, veja-se Marloes van Rijsbergen, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, 10 *Utrecht L Rev* (2014), 116-131, 122 ss.

⁴⁹ A produção destas *Guidelines* encontrava-se prevista no artigo 25.º/10 da DMIF II.

ledge and competence, ESMA/2015/1886, de 22-mar.-2016, revistas a 3-jan.-2017, relativas ao disposto no artigo 25.º/1 da DMIF II⁵⁰.

III. Internamente, o regime jurídico do dever de adequação, profundamente alterado e parcialmente esvaziado com a transposição da DMIF II, encontra-se consagrado nos artigos 314.º a 314.º-D do CVM: artigo 314.º: *Princípio geral*; artigo 314.º-A: *Gestão de carteiras e consultoria para investimento*; e artigo 314.º-D: *recepção e transmissão ou execução de ordens*. Os artigos 314.º-B: *Conteúdo da informação necessária*; e o artigo 314.º-C: *Prestação de informação* foram revogados com a grande reforma de 2018 – Lei n.º 35/2018, de 20 de julho – e substituídos pelo RD (UE) 2017/565.

Estas disposições são, por fim, complementadas pelos Regulamentos da CMVM⁵¹ aplicáveis, com destaque para o Regulamento da CMVM n.º 2/2007: *Exercício de atividades de intermediação financeira*.

4. Sistematização do dever de adequação

I. Apesar da consolidação linguística do termo, não se trata, à luz do Direito vigente, de um conceito unitário, i.e., não existe apenas um regime jurídico ou um único dever de adequação. O conteúdo do dever de adequação irá variar consoante o serviço efetivamente prestado pelo intermediário financeiro.

A DMIF II consagrou três modelos distintos: (i) dever de adequação nos serviços de consultoria de investimento e de gestão de carteiras⁵²; (ii) dever de adequação nos demais serviços financeiros, incluindo os serviços auxiliares⁵³; e (iii) dever de adequação na execução, recepção e transmissão de ordens⁵⁴.

⁵⁰ A produção destas *Guidelines* encontrava-se prevista no artigo 25.º/9 da DMIF II.

⁵¹ Sobre o valor jurídico dos Regulamentos, veja-se, Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários* I, cit., 146 ss.

⁵² Artigo 25.º/2 da DMIF II.

⁵³ Artigo 25.º/3 da DMIF II.

⁵⁴ Artigo 25.º/4 da DMIF II.

II. É no âmbito dos serviços de consultoria de investimento e de gestão de carteiras que o dever de adequação assume maior profundidade. Será esta a modalidade que irá ocupar a maior parte da nossa atenção. As duas outras categorias de serviços/deveres de adequação serão objeto de análise autónoma.

5. O dever de adequação em sentido amplo

I. Do ponto de vista dogmático, o dever de adequação previsto na DMIF II não sofreu qualquer alteração de fundo, quando comparado com o modelo consagrado na DMIF I, nem é expectável que o seu núcleo seja objeto de qualquer reforma. O dever de adequação, em sentido amplo, independentemente do seu modo de concretização e das particularidades que possa pontualmente assumir, irá sempre pressupor três dimensões: (i) o dever de se informar; (ii) o dever de adequação, em sentido estrito; e (iii) o dever de prestação principal, quer seja o aconselhamento ou a gestão de carteira, fundado, precisamente, na informação recolhida. A estas três dimensões podemos acrescentar uma quarta, de índole mais geral: (iv) dever de conhecer os produtos aconselhados ou geridos – de outro modo, não seria possível garantir o efetivo cumprimento do dever de adequação⁵⁵.

O dever de adequação apresenta-se, como já tivemos oportunidade de referir, como uma concretização do dever de lealdade positivo, que impõe ao intermediário financeiro, enquanto fiduciário, a obrigação de atuar no melhor interesse dos seus clientes.

II. A concretização do dever de adequação, em todas as suas dimensões ou fases, assume maior complexidade sempre que o cliente seja uma pessoa coletiva, um grupo de duas ou mais pessoas ou o cliente seja representado por um representante. Em todos estes casos, importa esclarecer qual a vontade relevante, ou seja, que pessoa singular deve ser eleita para efeitos de cumprimento do dever

⁵⁵ Artigo 54/9 do do RD (UE) 2017/565 e *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-1163, 6-nov.-2018, 49, [69]: *general guideline 7*.

de adequação⁵⁶. O esclarecimento deste aspeto é, numa perspetiva temporal, anterior a qualquer outra atuação, na medida em que as informações recolhidas irão depender da pessoa que efetivamente responda às questões dirigidas pelo intermediário. Embora suscitando problemas semelhantes, estes três casos, pelas suas intrínsecas particularidades, exigem uma abordagem distinta.

A problemática que envolve as pessoas coletivas e a representação é diretamente resolvida pelo legislador europeu: a situação financeira e os objetivos de investimento reportam-se à pessoa coletiva e ao representado; e a experiência e conhecimento ao representante da pessoa coletiva ou da pessoa singular⁵⁷.

III. Os casos de cotitularidade assumem maior complexidade: importa, por isso, considerar as regras mobiliárias, societárias e bancárias. O artigo 57.º do CVM, relativo à cotitularidade, remete para o regime societário, previsto no artigo 303.º do CSC: os cotitulares de valores mobiliários exercem os direitos a eles inerentes através de um representante comum⁵⁸. A nomeação do representante e os efeitos das deliberações dos cotitulares segue, por remissão do artigo 303.º/4 do CSC, o regime das sociedades por quotas, previsto nos artigos 223.º e 224.º, ambos do CSC, respetivamente⁵⁹. Seguindo este critério, o processo de adequação circunscrever-se-ia à pessoa do representante.

Já para o Direito bancário – recorde-se que, por princípio, o contrato quadro aplicável às relações bancárias e mobiliárias será o mesmo⁶⁰ –, a resposta surge associada à natureza da conta coletiva: solidária, conjunta ou mista⁶¹. Contudo, esta distinção não

⁵⁶ Artigo 54/6, § 1, do RD (UE) 2017/565.

⁵⁷ Artigo 54/6, § 2, do RD (UE) 2017/565; *Guidelines on certain aspects* cit., 46, [58]: *general guideline 6*.

⁵⁸ Amadeu José Ferreira, *Valores mobiliários escriturais: um novo modo de representação e circulação de direitos*, Almedina: Coimbra (1997), 145 ss; Tiago Soares da Fonseca, *CSC Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2014), 862-864.

⁵⁹ Pedro de Albuquerque, *CSC Anotado* cit., 649 ss.

⁶⁰ Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 322-323.

⁶¹ António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, 6.ª ed., com colaboração de A. Barreto Menezes Cordeiro, Almedina: Coimbra (2016), 607.

parece ser particularmente útil para a questão ora em análise, mas somente para a execução de ordens.

A solução preconizada terá sempre de partir da natureza jurídica da relação que se estabelece entre o intermediário financeiro e os seus clientes – relação fiduciária. O facto de um dos cotitulares ser o titular principal ou primário da conta ou de assumir a posição de representante comum em nada afeta a relação existente com os demais clientes. Isso mesmo é sublinhado pelo legislador nacional, no artigo 309.º/3 do CVM: “em situação de conflito de interesses, o intermediário deve agir por forma a assegurar aos seus clientes um tratamento transparente e equitativo”. A este elemento, que podemos designar de teleológico, acresce um outro de natureza sistemática: a solução positivada, para as pessoas coletivas e para situações de representação, na 2.ª parte do artigo 54.º/6 do RD (UE) 2017/565. Assim, e independentemente da pessoa do representante (303.º do CSC) e da relação interna existente entre os vários cotitulares, a análise do intermediário financeiro deve reportar-se a todos os titulares, para efeitos de preenchimento da situação financeira dos clientes e dos objetivos por estes prosseguidos. Somente em relação à experiência e conhecimentos apenas deverá ser considerada a pessoa que efetivamente tem poderes de decisão. E mesmo neste caso, não vemos como não aplicar o disposto no artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565: “salvo se tiver conhecimento, ou devesse ter conhecimento, de que as informações estão manifestamente desatualizadas ou são inexatas ou incompletas”⁶².

IV. Os contornos do dever de adequação encontram-se ainda dependentes da qualidade do cliente: profissional e não profissional⁶³. Conquanto esta distinção não afete o núcleo dos deveres assumidos pelos intermediários financeiros, a sua concretização tenderá, no cumprimento do dever de adequação, a ser distinta. Assume, por princípio, uma maior flexibilidade no âmbito das relações com

⁶² Artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565.

⁶³ Artigo 4.º/1, 10) e 11) da DMIF II; *Guidelines on certain aspects cit.*, 42, [40].

investidores profissionais – p. ex.: artigo 25.º/6 da DMIF II, artigo 54.º/3, 6 e 12, e artigo 56.º/1 do RD (UE) 2017/565⁶⁴.

V. O dever de adequação, assim como todos os deveres dos intermediários financeiros, não é afetado, no seu núcleo, pelo facto de o serviço ser prestado através de um sistema automatizado ou semiautomatizado: trata-se de uma decorrência lógico-jurídica direta do modelo de intermediação financeira vigente em Portugal e, pelo menos, em todo o demais espaço da União Europeia. Independentemente da natureza em concreto assumida – tradicional ou robótica –, apenas os intermediários financeiros devidamente autorizados pela autoridade competente e com registo prévio junto da CMVM podem aconselhar, a título profissional, operações relativas a instrumentos financeiros, artigo 295.º/1 do CVM.

Reconheça-se, todavia, que a especificidade da denominada consultoria robótica impõe aos intermediários financeiros um conjunto alargado de deveres de informação, nomeadamente no que respeita ao processo de aconselhamento informatizado e ao grau de intervenção humana⁶⁵.

VI. Os últimos anos têm demonstrado que o cumprimento dos deveres (específicos) detidos para com cada um dos clientes individualmente é acautelado através da imposição de deveres (genéricos) de organização interna. É à luz deste pressuposto que o artigo 25.º/1 da DMIF II exige, aos intermediários financeiros, o dever de garantir que os seus funcionários possuem os conhecimentos e as competências indispensáveis ao cumprimento de todos os seus deveres, nomeadamente o dever de adequação⁶⁶.

⁶⁴ *Guidelines on certain aspects* cit., 42, [41].

⁶⁵ *Guidelines on certain aspects* cit., 36, [20]-[21].

⁶⁶ Considerando 79. Trata-se, ainda, de uma concretização do disposto no artigo 16.º/2 da DMIF II. *Guidelines on certain aspects* cit., 57, [96]: *general guideline 11*.

6. O dever de se informar

I. Nos termos do disposto no artigo 25.º/2 da DMIF II, o intermediário financeiro deve obter, em relação aos seus clientes ou potenciais clientes e no âmbito da consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a informação necessária relativa: (i) aos conhecimentos e experiência do cliente em matéria de investimento, em relação ao produtos ou serviço em questão e aos riscos associados⁶⁷; (ii) à sua situação financeira, incluindo a capacidade de suportar os riscos e perdas associadas⁶⁸; e (iii) aos objetivos financeiros prosseguidos, o que inclui, necessariamente, a sua tolerância ao risco⁶⁹. Trata-se de uma lista meramente exemplificativa e variável, consoante o serviço prestado, os instrumentos financeiros envolvidos, a natureza e características do cliente e demais elementos do caso concreto (princípio da proporcionalidade)⁷⁰. Uma interpretação inversa traduziria uma desconsideração do dever, assumido por todos os intermediários, de atuar sempre no melhor interesse dos seus clientes. Isso mesmo resulta do disposto no artigo 54.º/2 do RD (UE) 2017/565.

Cabe ao intermediário financeiro, nos termos do artigo 54.º/1 do RD (UE) 2017/565, informar os clientes, potenciais ou efetivos e de forma clara e simples, que este procedimento visa a prossecução dos seus melhores interesses⁷¹.

⁶⁷ Estando em causa um cliente profissional, pode o intermediário financeiro presumir que este tem o nível de conhecimentos e experiência necessários: artigo 54.º/3 do RD (UE) 2017/565. Trata-se, naturalmente, de uma presunção ilidível. Esta matéria terá sempre de ser analisada à luz do dever de diligência máximo.

⁶⁸ O intermediário financeiro pode presumir, sempre que esteja em causa um cliente profissional abrangido pelo anexo II, secção I, da Diretiva 2014/65/UE, que este tem a capacidade financeira para suportar quaisquer riscos. Veja-se o disposto na nota anterior.

⁶⁹ Artigo 54.º/2 do RD (UE) 2017/565: identifica estas mesmas três dimensões.

⁷⁰ Artigo 54.º/2, artigo 54.º/9 e artigo 55.º/1, todos do RD (UE) 2017/565. O princípio da proporcionalidade resulta, de resto, de uma leitura integrada do diploma. *Guidelines on certain aspects* cit., 40, [33]: *general guideline 3*.

⁷¹ *Guidelines on certain aspects* cit., 33, [15]: *general guideline 1*.

II. As informações a recolher pelos intermediários financeiros surgem densificadas no RD (UE) 2017/565 e nas *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*.

Ao analisar os conhecimentos e a experiência dos clientes ou potenciais clientes, importa considerar, sempre à luz dos factos concretos e a título meramente exemplificativo: (i) os tipos de serviços, transações e instrumentos financeiros com que está familiarizado; (ii) a natureza, o volume e a frequência das transações com instrumentos financeiros e o período durante o qual foram realizadas; e (iii) o nível de habilitações, a profissão ou anterior profissão relevante⁷².

A situação financeira do cliente inclui: (i) informação sobre a fonte e dimensão dos seus rendimentos regulares; (ii) os seus ativos e investimentos, independentemente da sua natureza; (iii) os seus compromissos financeiros periódicos; ou (iv) a necessidade de liquidez⁷³.

Em relação aos objetivos financeiros prosseguidos, deve o intermediário financeiro atender, sempre que se mostre relevante: (i) ao período de tempo do investimento; (ii) às suas preferências quanto ao risco; (iii) ao seu perfil de risco; e (iv) aos objetivos, numa aceção mais direta, do investimento⁷⁴.

Para além desta informação, outros elementos deverão ser recolhidos, nomeadamente informação pessoal: (i) a idade do cliente; (ii) o seu estado civil; (iii) a sua situação familiar; ou (iv) a sua situação laboral⁷⁵.

III. Ao intermediário financeiro não basta coligir a informação. Cabe-lhe, ainda, garantir a fiabilidade da informação recolhida. O artigo 54.º/7 do RD (UE) 2017/565 elenca, sempre a título exemplificativo, que procedimentos devem ser seguidos: (i) assegurar que os clientes estão cientes da importância de prestar informações exatas e atualizadas; (ii) assegurar que todos os procedimentos que envol-

⁷² Artigo 55.º/1 do RD (UE) 2017/565.

⁷³ Artigo 54.º/4 do RD (UE) 2017/565.

⁷⁴ Artigo 54.º/5 do RD (UE) 2017/565.

⁷⁵ *Guidelines on certain aspects cit.*, 38, [27].

vem a execução do dever de adequação são apropriados; (iii) assegurar que as perguntas utilizadas neste processo são passíveis de serem compreendidas pelos clientes e se adequam aos propósitos subjacentes; e (iv) assegurar a coerência das informações prestadas pelos clientes⁷⁶.

Cumpridos todos estes deveres, pode o intermediário financeiro confiar nas informações reunidas junto dos seus clientes, “salvo se tiver conhecimento, ou devesse ter conhecimento, de que as informações estão manifestamente desatualizadas ou são inexatas ou incompletas”⁷⁷. Trata-se, não apenas de uma decorrência lógica da dimensão fiduciária dos intermediários financeiros e do dever de (elevada) diligência, como da presença constante da boa-fé – neste caso, boa-fé subjetiva ética.

7. O dever de adequação em sentido estrito

I. Após recolher todas as informações necessárias, de forma a reconhecer o perfil do cliente – de cada cliente individualmente –, segue-se uma *nova fase*: identificar o instrumento financeiro – consultoria – ou a decisão de gestão – gestão de carteiras – mais adequado.

Também neste ponto devem ser consideradas as três dimensões já acima identificadas: (i) conhecimentos e experiência; (ii) situação financeira; e (iii) objetivos financeiros prosseguidos⁷⁸. A estes elementos nucleares acrescem todos os demais que sejam necessários, à luz dos factos concretos. A título de exemplo, refira-se o disposto no artigo 54.º/11 do RD (UE) 2017/565, que manda atender, sempre que o aconselhamento ou a decisão de gestão impliquem uma mudança de investimentos, aos benefícios e custos envolvidos nesse processo⁷⁹.

Numa perspetiva negativa, o intermediário financeiro não pode, naturalmente, aconselhar ou tomar decisões de gestão quando a

⁷⁶ *Guidelines on certain aspects* cit., 43 [44]: *general guideline 4*.

⁷⁷ Artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565.

⁷⁸ Artigo 25.º/2 da DMIF II.

⁷⁹ *Guidelines on certain aspects* cit., 55, [88]: *general guideline 10*.

informação recolhida seja insuficiente⁸⁰ ou quando nenhum dos instrumentos disponíveis se adequa ao seu perfil⁸¹.

II. Não é clara qual a natureza jurídica do dever de adequação: consubstanciará uma obrigação de meios ou uma obrigação de resultados⁸²? Em princípio será de resultados, ou seja, não se exige que o intermediário financeiro identifique, de entre os incontáveis instrumentos financeiros existentes, o mais adequado, mas apenas que desenvolva todos os esforços nesse sentido⁸³. As variáveis envolvidas no processo, a irracionalidade dos próprios mercados financeiros e a confiança que o intermediário pode, legitimamente, colocar nas informações disponibilizadas pelo cliente⁸⁴ apontam nesse sentido. Contudo, e apesar de se tratar de uma obrigação de meios, a atuação que se espera dos intermediários financeiros – dever de diligência máximo e dever de lealdade positivo – dificilmente se coaduna com um aconselhamento ou uma tomada de decisão que não sejam efetivamente os mais adequados entre todos os que se encontram disponíveis.

III. No âmbito da prestação de serviços de consultoria, deve o intermediário financeiro facultar aos clientes não profissionais um relatório que inclua um resumo do aconselhamento prestado, bem como a adequação desse aconselhamento ao cliente em concreto⁸⁵. O intermediário financeiro deve igualmente informar o cliente não profissional da possibilidade de essa avaliação ser objeto de revisão periódica, a seu pedido⁸⁶. Este elemento deve constar do relatório de aconselhamento⁸⁷.

⁸⁰ Artigo 54.º/8 do RD (UE) 2017/565.

⁸¹ Artigo 54.º/10 do RD (UE) 2017/565.

⁸² António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito civil*, VI, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2012), 477 ss.

⁸³ O artigo 55.º/10 do RD (UE) 2017/565 aponta, igualmente, nesse sentido.

⁸⁴ Artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565. Veja-se, ainda, o ponto 5/III.

⁸⁵ Artigo 54.º/12, § 1, do RD (UE) 2017/565. Veja-se, ainda, o Considerando 82 da DMIF II.

⁸⁶ Artigo 54.º/12, § 2, do RD (UE) 2017/565; *Guidelines on certain aspects* cit., 50, [52]: *general guideline 5*.

⁸⁷ Artigo 54.º/12, § 2, do RD (UE) 2017/565.

8. Outros serviços de investimento

I. O regime jurídico positivado no artigo 25.º/3 da DMIF II corresponde ao regime subsidiário do dever de adequação, aplicando-se a todos os serviços de investimento e serviços auxiliares que não sejam consultoria para investimento, gestão de carteiras ou a execução, transmissão e receção de ordens⁸⁸.

II. Ao intermediário financeiro cabe recolher informações relativas aos conhecimentos e à experiência no que respeita ao tipo específico de produto ou de serviço oferecido ou solicitado⁸⁹. Esta avaliação permite avaliar os riscos envolvidos neste processo⁹⁰. O sistema não impõe que se averigüe a situação financeira ou os objetivos prosseguidos

A esse propósito e sempre à luz do princípio da proporcionalidade, importa recolher os seguintes dados: (i) os tipos de serviços, transações e instrumentos financeiros com que está familiarizado; (ii) a natureza, o volume e a frequência das transações com instrumentos financeiros e o período durante o qual foram realizadas; e (iii) o nível de habilitações, a profissão ou anterior profissão relevante⁹¹. Também aqui, pode o intermediário confiar nas informações recolhidas, “salvo se tiver conhecimento, ou devesse ter conhecimento, de que as informações estão manifestamente desatualizadas ou são inexatas ou incompletas”⁹².

Os intermediários financeiros podem, ainda, presumir que os clientes profissionais têm os conhecimentos e a experiência necessárias para avaliar os riscos associados ao serviço prestado⁹³. A esta

⁸⁸ Anexo I, Secção A (Serviços e atividade de investimento) e Secção B (serviços auxiliares). De fora ficam, naturalmente, as atividades de investimento em sentido estrito: negociação por conta própria, exploração de MTF ou exploração de OTF, em que não é prestado qualquer serviço, na aceção técnica do termo. Para a distinção entre serviço de investimento e atividade de investimento em sentido estrito, veja-se: Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 264 ss.

⁸⁹ Artigo 25.º/3 da DMIF II.

⁹⁰ Artigo 56.º/1 do RD (UE) 2017/565.

⁹¹ Artigo 55.º/1 do RD (UE) 2017/565.

⁹² Artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565.

⁹³ Artigo 56.º/1, § 1, do RD (UE) 2017/565.

presunção aplica-se o disposto no artigo 55.º/3 do RD (UE) 2017/565, *supra* citado.

II. Os intermediários financeiros devem manter registos relativos a todas as avaliações de adequação realizadas⁹⁴. Estes registos devem conter, para além dos resultados da avaliação *per se*, os avisos transmitidos pelo intermediário financeiro aos seus clientes, nos termos das alíneas *b*) e *c*) do artigo 56.º/2 do RD (UE) 2017/565.

9. A execução, a receção e a transmissão de ordens

I. O artigo 25.º/4 da DMIF II consagra um regime jurídico simplificado, que dispensa o intermediário do processo previsto para a consultoria/gestão de carteiras (artigo 25.º/2 da DMIF II) e para os demais serviços de investimento (artigo 25.º/3 da DMIF II). A sua aplicação encontra-se dependente da verificação de quatro condições: (i) os serviços referirem-se a instrumentos financeiros não complexos⁹⁵; (ii) o serviço ser prestado por iniciativa do cliente ou potencial cliente⁹⁶; (iii) o cliente ter sido informado de que, neste tipo de serviço, o intermediário financeiro não é obrigado a determinar a adequação ou a não adequação do produto ou do serviço

⁹⁴ Artigo 56.º/2 do RD (UE) 2017/565. *Guidelines on certain aspects* cit., 58, [101]: *general guideline 12*.

⁹⁵ Para além da lista elencada na alínea *a*) do artigo 25.º/4 da DMIF II, veja-se o artigo 57.º do RD (UE) 2017/565 e, com uma força jurídico-legal distinta, as ESMA, *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, ESMA/2015/1787, de 4-fev.-2016

⁹⁶ Considerando 85 da DMIF II: “Um serviço será considerado como prestado por iniciativa de um cliente, a menos que o cliente o solicite em resposta a uma comunicação personalizada enviada pela empresa ou em nome desta, a esse cliente específico, que contenha uma proposta ou se destine a influenciar o cliente relativamente a um instrumento financeiro específico ou a uma transação específica. Um serviço pode ser considerado como prestado por iniciativa de um cliente, não obstante o facto de esse cliente o ter solicitado com base numa comunicação que contenha uma promoção ou oferta de instrumentos financeiros, qualquer que seja a forma por que for feita, se, pela sua própria natureza, essa comunicação for geral e dirigida ao público ou a um grupo ou categoria mais vasto de clientes ou potenciais clientes”.

prestado e de que, em consequência, não irá beneficiar da proteção associada; e (iv) o cumprimento, pelo intermediário financeiro, das regras relativas aos conflitos de interesses, artigo 23.º da DMIF II.

II. A execução, a receção e a transmissão de ordens, quando envolvam a concessão de créditos ou de empréstimos aos clientes, estão excluídas do campo de aplicação do artigo 25.º/4, sendo-lhes aplicável o regime subsidiário, previsto no artigo 25.º/3, ambos da DMIF II.

III. Sem negar a simplificação inerente à prestação destes serviços, não podemos deixar de sublinhar que o intermediário financeiro conserva, nestas situações, o núcleo dos seus deveres. O dever de lealdade positivo, amiúde referido neste estudo, impõe uma atuação que atente, constante e ininterruptamente, aos melhores interesses de cada cliente. A esse propósito, refira-se o disposto no, aqui aplicável, artigo 326.º/1, *a*) do CVM: “O intermediário financeiro deve recusar uma ordem quando seja evidente que a operação contraria os interesses do ordenador, salvo se este confirmar a ordem por escrito”. O seu cumprimento encontra-se, como não poderia deixar de ser, sujeito ao dever geral de diligência máximo – artigo 304.º do CVM e 24.º/1 da DMIF II.

10. Relatórios de adequação

O disposto no artigo 25.º/6 da DMIF II exige, ao intermediário financeiro, o envio, aos seus clientes, de relatórios relativos aos serviços prestados. Do ponto de vista do dever de adequação, ponto que aqui nos interessa⁹⁷, esses relatórios devem especificar o aconselhamento prestado e o modo como esse aconselhamento corresponde às preferências, aos objetivos e aos demais interesses e características do cliente não profissional.

⁹⁷ Estes relatórios assumem um campo de aplicação particularmente extenso. Vejam-se os artigos 59.º e ss. do RD (UE) 2017/565.

Os relatórios deverão ser facultados ao cliente no momento da prestação da consultoria para investimento⁹⁸ e antes de a transação ser efetuada⁹⁹⁻¹⁰⁰. O serviço de gestão de carteiras rege-se por idênticos parâmetros¹⁰¹.

⁹⁸ O artigo 54.º/12 do RD (UE) 2017/565 esclarece qual o conteúdo a constar neste relatório.

⁹⁹ Artigo 25.º/6, § 2 da DMIF II.

¹⁰⁰ No caso de esse relatório não poder ser facultado antes da consumação da transação, pode o intermediário financeiro fornecer esse documento imediatamente após esse cliente ter ficado vinculado por qualquer acordo, artigo 25.º/6, § 3 da DMIF II.

¹⁰¹ Artigo 25.º/6, § 4 da DMIF II.

Bibliografia

- Allen, Matthew P. – *A Lesson from History, Roosevelt to Obama – The Evolution of Broker-Dealer Regulation: From Self-Regulation, Arbitration, and Suitability to Federal Regulation, Litigation, and Fiduciary Duty*, 5 Entrepreneurial Bus LJ (2010,) 1-96
- Almeida, Carlos Ferreira – *Relação de clientela na intermediação de valores mobiliários*, 3 DVM (2001), 121-136.
- Anónimo, *Over-the Counter Trading and the Maloney Act*, 48 Yale (1939), 633-649.
- Câmara, Paulo – *Manual de Direito dos valores mobiliário*, 3.^a ed., Almedina: Coimbra (2016).
- Cary, William L. – *Introduction: The Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission Recent Developments in Securities Regulations: The Special Study of Securities Markets*, 62 Mich L Rev (1964), 557-566.
- Cole, Christopher W. – *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): Is the Consolidation of NASD and the Regulatory Arm of NYSE a Bull or a Bear for U.S. Capital Markets?*, UMKC L Rev (2007), 251-271.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Do trust no Direito civil*, Almedina: Coimbra (2014);
- ___ *Direito dos valores mobiliários*, I, Almedina: Coimbra (2015);
- ___ *A responsabilidade civil do intermediário financeiro: o artigo 304.º-A do CVM* (blook);
- ___ *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2018).
- Cordeiro, António Menezes, *Tratado de Direito civil*, VI, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2012);
- ___ *CSC Anotado*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2014);
- ___ *Direito bancário*, 6.^a ed., com colaboração de A. Barreto Menezes Cordeiro, Almedina: Coimbra (2016).
- Enriques, Lucas/Gargantini, Matteo, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, 3 Ital L J (2017), 485-510.
- Ferreira, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais: um novo modo de representação e circulação de direitos*, Almedina: Coimbra (1997).

- Grant, Paul S. – *The National Association of Securities Dealers: Its Origins and Operation*, Wis L Rev (1942), 597-609
- Hed-Hofmann, Tamar – *The Maloney Act Experiment*, 6 BCL Rev (1965), 187-218.
- Irwin, Steven D./Lane, Scott A./ Mendelson, Carolyn W. – *Wasn't My Broker Always Looking out for My Best Interests? The Road to Become a Fiduciary*, 12 Duq Bus LJ (2009), 41-61.
- Jennings, Richard W. – *Self-Regulation in the Securities Industry: The Role of the Securities and Exchange Commission Securities Regulation*, 29 Law & Contemp Probs (1964), 663-690.
- Laby, Arthur B. – *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and investment Advisers*, 55 Vill L Rev (2010), 701-742.
- Poser, Norman S. – *Reflections on the Securities Broker as a Fiduciary*, 68 SMU L Rev (2015), 845-856.
- Rijsbergen, Marloes van – *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, 10 Utrech L Rev (2014), 116-131.
- Rutter, Thomas B. – *The National Association of Securities Dealers: Continuing Government-Industry Cooperative Regulation in the Over-the Counter Securities Industry*, 7 Vill L Rev (1962), 611-655.
- Weiss, Cheryl Goss – *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 J Corp L (1997), 65-119.
- Woodside, Byron D. – *Resumé of the Report of the Special Study of Securities Markets and the Commission's Legislative Proposals*, 19 Bus Law (1994), 463-479.