



MIGUEL DE MAGALHÃES
Advogado estagiário

Carácter apropriado e adequação na DMIF II e na DDS

Appropriateness and suitability under MiFID II and IDD

RESUMO: O dever de avaliação da adequação e do carácter apropriado tem vindo, mercê da aprovação da DDS, a alargar o seu âmbito, sendo, portanto, de analisar comparativamente este regime com o da DMIF II.

Palavras-chave: (i) DMIF II; (ii) DDS; (iii) adequação; (iv) carácter apropriado; e (v) PIBS

ABSTRACT: *The suitability and appropriateness tests have been, due to the enactment of the IDD, enlarging their scope, being of interest analysing this statute in comparison to the MiFID II.*

Keywords: (i) *MiFID II*; (ii) *IDD*; (iii) *suitability*; (iv) *appropriateness*; e (v) *IBIP*

SUMÁRIO: 1. Enquadramento geral; 2. Ponto de partida: o artigo 25.º da DMIF II; 2.1. A letra da lei; 2.2. A disjunção terminológica patente na tradução portuguesa; 2.3. Orientações da ESMA em matéria de avaliação do carácter apropriado e da adequação; 3. A transposição portuguesa: os artigos 314.º e 314.º-A do CVM; 4. O dever de adequação nos produtos de investimento com base em seguros – o artigo 30.º da DDS; 4.1. A articulação entre a avaliação da adequação ou do carácter apropriado e as exigências e necessidades; 4.2. O alcance da avaliação do carácter apropriado e da adequação na DDS; 5. A natureza jurídica do dever de adequação.

1. Enquadramento geral^{1*}

O dever de adequação em matéria de investimento é uma questão que, mercê da expansão do seu âmbito e alcance nas últimas décadas em virtude da sempre crescente intervenção legiferante das instituições eurocomunitárias, com especial destaque para a década transacta, tem vindo a suscitar um aumento de interesse por parte da doutrina.

Trata-se de um tema que, não obstante os variados estudos feitos por autores nacionais e estrangeiros, preserva o interesse, dada a sua configuração dogmática, atendendo-se em especial às consequências da falta de precisão terminológica da tradução portuguesa da DMIF II, a qual será objecto de especial atenção no presente artigo.

Pretende-se destarte, com o presente estudo, elucidar o leitor quanto a aspectos pouco tratados e que se reputam de particular relevância para a boa compreensão do alcance do instituto em apreço.

2. Ponto de partida: o artigo 25.º da DMIF II

2.1. A letra da lei

I. Essencial será, pois, a bem de uma análise profícua da problemática que agora nos ocupa, ter em consideração como ponto de partida de toda a análise que se segue, o artigo 25.º da DMIF II, enquanto norma estruturante em matéria de enquadramento do

* São usadas ao longo do presente artigo as seguintes abreviaturas, com o significado verificado *infra*: DMIF II = Directiva n.º 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014; DDS = Directiva (UE) n.º 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Janeiro de 2016; CVM = Código dos Valores Mobiliários; LDS = Regime Jurídico da Distribuição de Seguros e de Resseguros; PIBS = Produto de investimento com base em seguros na acepção que lhe é dada pelo n.º 2 do artigo 4.º do Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Novembro de 2014.

“dever de adequação” e fonte de inspiração dos desenvolvimentos subsequentes.

Filha do artigo 19.º da primeira DMIF¹, diploma que declarava, no considerando 31, ter por finalidade a protecção dos investidores², objectivo esse reiterado no considerando 86 da DMIF II, vem o artigo 25.º desta última directiva, epigrafado “Avaliação da adequação ou do carácter apropriado e informação aos clientes”, estabelecer um conjunto de obrigações a cargo das empresas de investimento.

Opta-se, dada a sua relevância, por citar os seus segundo e terceiro números na sua versão inglesa³:

2. When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client’s or potential client’s knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, that person’s financial situation including his ability to bear losses, and his investment objectives including his risk tolerance so as to enable the investment firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him and, in particular, are in accordance with his risk tolerance and ability to bear losses.

Member States shall ensure that where an investment firm provides investment advice recommending a package of services or products bundled pursuant to Article 24(11), the overall bundled package is suitable.

3. Member States shall ensure that investment firms, when providing investment services other than those referred to in paragraph 2, ask the client or potential client to provide information regarding that person’s knowledge and experience in the investment field rele-

¹ Directiva n.º 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

² Para um enquadramento histórico mais completo sobre o surgimento do dever de adequação cfr., por todos, António Barreto Menezes Cordeiro, *Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, II, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2018), 61-79, 62-66.

³ Opta-se por realizar citações da DMIF II e dos seus actos delegados na sua versão inglesa pelo facto de ser esta a língua na qual foi preparado e discutido o diploma que ora nos ocupa.

vant to the specific type of product or service offered or demanded so as to enable the investment firm to assess whether the investment service or product envisaged is appropriate for the client. Where a bundle of services or products is envisaged pursuant to Article 24(11), the assessment shall consider whether the overall bundled package is appropriate.

Where the investment firm considers, on the basis of the information received under the first subparagraph, that the product or service is not appropriate to the client or potential client, the investment firm shall warn the client or potential client. That warning may be provided in a standardised format.

Where clients or potential clients do not provide the information referred to under the first subparagraph, or where they provide insufficient information regarding their knowledge and experience, the investment firm shall warn them that the investment firm is not in a position to determine whether the service or product envisaged is appropriate for them. That warning may be provided in a standardised format.

Decorre do n.º 2 do preceito ora citado que, mesmo que a prestação de serviços de investimento não consista em consultoria para investimento ou na gestão de carteiras, devem as empresas de investimento indagar os conhecimentos e experiência do cliente ou potencial cliente que sejam relevantes para o tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado de forma a aferir se este é apropriado para o cliente⁴.

E, caso a empresa de investimento preste serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, deverá ainda, nos termos do n.º 2 do artigo 24.º da DMIF II, em sede de avaliação dos conhecimentos e experiência do cliente em matéria de investimento, aferir a sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e a sua tolerância ao risco. Visa-se, pois, possibilitar a indicação dos serviços de investimento e instrumentos

⁴ Marnix Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer: Cham (2020), 63.

financeiros que lhe sejam mais adequados e, em particular, mais consentâneos com o seu perfil de investidor.

II. O regime dos n.ºs 2 e 3 do artigo 25.º da DMIF II foi desenvolvido pelo Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565 da Comissão, o qual lhe dedica a secção 3 do seu capítulo II, denominada “Avaliação da adequação e do carácter apropriado do serviço a prestar”⁵. Compreende esta os artigos 54.º a 58.º do diploma:

- Artigo 54.º – Avaliação da adequação e relatórios de adequação;
- Artigo 55.º – Disposições comuns à avaliação da adequação e do carácter apropriado;
- Artigo 56.º – Avaliação do carácter apropriado e obrigações relacionadas em matéria de manutenção de registos;
- Artigo 57.º – Prestação de serviços relativamente a instrumentos não complexos;
- Artigo 58.º – Acordos com clientes não profissionais e profissionais.

Analisado o articulado supra-indicado e conjugado este com o artigo 25.º da DMIF II, nota-se, desde logo, que o cumprimento do chamado dever de adequação assenta, em primeiro lugar, na avaliação dos conhecimentos e experiência do cliente ou potencial cliente relativamente aos seguintes pontos:

- i. Os tipos de serviços, transacções e instrumentos financeiros com que o cliente está familiarizado;
- ii. A natureza, o volume e a frequência das transacções do cliente com instrumentos financeiros e o período durante o qual foram realizadas;
- iii. O nível de habilitações, a profissão e, se relevante, do cliente ou potencial cliente.

⁵ Em inglês “*Assessment of suitability and appropriateness*”. É, contudo, de se reter que se acrescenta na versão francesa a locução “do serviço a prestar”, i.e., “*Évaluation de l’adéquation et du caractère approprié du service à fournir*”.

A extensão da informação a obter para os efeitos do cumprimento de tais postulados normativos varia em função da “natureza” do cliente, da natureza e âmbito do serviço a prestar e do tipo de produto ou de transacção previstos, designadamente no tocante à complexidade e riscos envolvidos, nos termos do n.º 1 do artigo 55.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565.

Estas informações devem ser obtidas do cliente previamente à prestação de quaisquer serviços de investimento, ressalvados, porém, aqueles aos quais é aplicável o regime da execução simples previsto no número 4 do artigo 25.º da DMIF II.

Deve, pois, ser realizada tal avaliação e facultadas informações ao cliente, caso se conclua pelo carácter não apropriado do serviço⁶, sendo, porém, lícito às empresas de investimento presumir o carácter apropriado quando se trate de clientes profissionais⁷.

III. Caso, porém, o serviço a prestar ao cliente seja consultoria para investimento ou gestão de carteiras, ficam as empresas de investimento adstritas a avaliar a adequação dos serviços a prestar com vista a possibilitar a sua actuação no melhor interesse do cliente⁸.

Visa-se, pois, com esta avaliação, aquilatar a situação do cliente relativamente a três vectores fundamentais relativamente ao serviço a prestar⁹:

- i. Que este responde aos objectivos de investimento do cliente, incluindo a sua tolerância ao risco;
- ii. Que o cliente é capaz de suportar financeiramente os riscos conexos, tendo em consideração os seus objectivos de investimento;
- iii. Que o cliente possui os conhecimentos e experiência necessários para compreender os riscos inerentes à transacção ou à gestão da sua carteira.

⁶ Artigo 56.º, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

⁷ Artigo 56.º, n.º 1, 2.º inciso, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

⁸ Artigo 54.º, n.º 1, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

⁹ Artigo 54.º, n.º 2, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

Recolhem-se geralmente, com esse fito, informações relativas à fonte e dimensão dos seus rendimentos e o seu património, bem assim como dos seus encargos correntes¹⁰, o período pelo qual o cliente pretende conservar o seu investimento, a sua tolerância ao risco e às suas preferências em matéria de sustentabilidade¹¹.

E, contrariamente ao que sucede com os casos nos quais apenas é exigida uma avaliação do carácter apropriado, caso se conclua que o serviço a prestar no quadro de uma relação de consultoria para investimento ou gestão de carteiras é inadequado, deve a empresa de investimento abster-se de executar a ordem¹².

2.2. A disjunção terminológica patente na tradução portuguesa

Analísado o regime da avaliação do carácter apropriado e da adequação decorrente do edifício normativo eurocomunitário no quadro da DMIF II, fundamental é, com efeito, notar que a diferenciação terminológica entre “carácter apropriado” e “adequação”, que se verifica nas versões inglesa e francesa, bem assim como nas italiana e espanhola¹³, da DMIF II não é comungada pela tradução portuguesa¹⁴, a qual logrou, pois, olvidar a distinção semântica entre ambos e fundi-los numa figura única sob o nome de adequação, tendo tal defeito na tradução sido acolhido acriticamente pelo legislador nacional aquando da transposição da DMIF II para o CVM pela Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho.

¹⁰ Artigo 54.º, n.º 4, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

¹¹ Artigo 54.º, n.º 5, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

¹² Artigo 54.º, n.º 10, Regulamento Delegado n.º (UE) 2017/565.

¹³ Ainda que na versão italiana se use a expressão “*idoneità*” para a adequação e, surpreendentemente, a expressão “*adeguatezza*” para o carácter apropriado e, na espanhola, se use “*idoneidad*” para a adequação e “*conveniencia*” para o carácter apropriado.

¹⁴ Sem prejuízo de, por forças dos artigos 1.º, 4.º e 5.º do Regulamento n.º 1 da CEE, fazer fé a versão portuguesa dos diplomas eurocomunitários, não menos verdade é que o português não é, de modo algum, língua de trabalho nem da burocracia nem tampouco das instituições comunitárias, de modo que tais versões são, por este motivo, materialmente traduções.

É, portanto, de se notar que as transposições para o direito francês do supra-exposto, feita essencialmente para o artigo L533-13 do *Code monétaire et financier* ou para o direito espanhol para os artigos 213.º e 214.º da *Ley del Mercado de Valores* lograram, contrariamente ao legislador luso, respeitar a distinção terminológica – e, diga-se, valorativa – claramente patente no pensamento do legislador europeu.

2.3. Orientações da ESMA em matéria de avaliação do carácter apropriado e da adequação

I. As orientações da ESMA são, mercê da raiz eurocomunitária do instituto cujo estudo ora nos ocupa, fundamentais para a plena compreensão do alcance do dever de adequação. Recordar-se, pois, que, nos termos do n.º 3 do artigo 16.º do Regulamento (UE) 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, as autoridades competentes e os intervenientes nos mercados financeiros desenvolvem todos os esforços para dar cumprimento às orientações da ESMA.

Existem, sobre a temática ora em apreço, duas orientações de relevo, uma sobre os requisitos da adequação¹⁵ e outra sobre os requisitos do carácter apropriado e de execução simples¹⁶.

Começando, em face do facto de ser esta a exigência-base, pela avaliação do carácter apropriado, constata-se, desde logo, que a ESMA recomenda que devem as empresas de investimento indicar aos clientes, com a antecedência devida relativamente à prestação de serviços sem aconselhamento, utilizando uma linguagem clara e simples, a necessidade da avaliação do carácter apropriado e a sua finalidade de possibilitar à empresa de investimento agir no melhor interesse do cliente¹⁷.

¹⁵ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA35-43-1163 (2018).

¹⁶ ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, ESMA35-43-3006 (2022).

¹⁷ Orientação 1, *ibidem*.

Entende, pois, a ESMA que deve a empresa explicar, de forma clara e cabal, que se encontra adstrita a realizar tal avaliação e relevar, de forma compreensível, aos clientes, a importância de fornecerem informação completa, verdadeira e actualizada, devendo as informações prestadas aos clientes ser reduzidas a escrito¹⁸.

Deve ainda ser deixada clara a diferença entre serviços com e sem aconselhamento e os respectivos requisitos, de forma a evitar confusão entre ambos.

Fica claro das Orientações que, como seria, em todo o caso, a interpretação razoável dos textos normativos eurocomunitários, que, quando se estabeleça uma relação duradoura entre o cliente e a empresa de investimento, tal avaliação deve ser feita num momento inicial, sem prejuízo das actualizações ulteriores que vierem a ser necessárias, e não realizada uma avaliação sempre que se solicite a execução de uma operação.

Ainda que a ESMA não especifique de que forma deve ser prestada a informação aos clientes, exige que o seja prestada de forma que possibilite a manutenção de registos, motivo pelo qual se conclui que esta terá quase invariavelmente de ser documental.

II. Entende a ESMA que as políticas e os procedimentos das empresas devem ter como objectivo permitir que estas recolham todas as informações necessárias para realizar a avaliação da adequação relativamente aos tipos específicos de produtos oferecidos ou solicitados¹⁹.

Sugere-se, pois, o uso de questionários ou a recolha de informações durante um diálogo com o cliente para realizar a avaliação do carácter apropriado, sem prejuízo da possibilidade de utilização de outros métodos, *v.g.*, a análise de dados de transacções anteriores.

As perguntas utilizadas devem, em todo o caso, ser suficientemente específicas e compreensíveis para os clientes, sendo que qual-

¹⁸ A ESMA não exige expressamente que as informações sejam reduzidas a escrito, antes deixando claro que, ficando tal forma de prestação de informações sujeita ao critério de cada empresa de investimento, deve, no entanto, ser feita de forma que possibilite a manutenção de registos sobre a informação prestada.

¹⁹ Orientação 2, *Ibidem*.

quer método usado para a recolha de informações (como a já aludida hipótese de análise de dados de transacções anteriores) deve ser concebido para possibilitar a obtenção da informação necessária sobre os níveis de conhecimento e experiência do cliente.

III. Os questionários devem ser formulados tendo em consideração as razões mais comuns pelas quais os clientes logram não responder correctamente às perguntas, devendo estes usar uma linguagem clara e não técnica, deixando-se opções de resposta devidamente estruturadas, evitando-se, portanto, respostas demasiado vagas ou que levem os clientes a sentirem-se tentados a dar respostas aleatórias ou pouco fiáveis.

Devem ainda ser tomadas providências no sentido de evitar que os clientes possam contornar os requisitos de forma a assegurar que as respostas correspondem adequadamente ao nível de conhecimentos e experiência do cliente.

Entende ainda a ESMA que as perguntas a serem colocadas devem permitir avaliar a compreensão por parte dos clientes das principais características e dos riscos associados aos tipos específicos de produtos de investimento oferecidos pela empresa de investimento ou, pelo menos, aqueles nos quais o cliente tem interesse. Tal inclui, pois, uma compreensão da relação entre risco e retorno nos investimentos.

As perguntas feitas devem ser realizadas de forma a que se evite que o cliente faça uma auto-avaliação dos seus conhecimentos e experiência e que se corra o risco de este os sobrestimar.

Não deve, no entanto, no quadro da avaliação do carácter apropriado, ter-se em consideração informação como a situação financeira do cliente e os seus objectivos de investimento, antes devendo esta cingir-se, pois, à avaliação dos conhecimentos e experiência do cliente.

IV. Ao determinar o âmbito das informações a solicitar sobre os conhecimentos e a experiência do cliente, as empresas devem ter em conta o tipo e as características dos produtos ou serviços de investimento a ser considerados (*e.g.*, o nível de complexidade e risco dos produtos ou serviços de investimento) e a natureza do

cliente, devendo, pois, as perguntas colocadas ser proporcionais a tais factores²⁰.

V. As empresas de investimento devem ainda assegurar-se de que a informação prestada pelos seus clientes é fiável e coerente, sem confiarem injustificadamente em auto-avaliações por estes efectuadas²¹.

Compete às empresas de investimento, quando utilizem informações previamente recolhidas junto do cliente, adoptar procedimentos que estabeleçam a frequência com que a informação deve ser actualizada e que esta é precisa e completa o suficiente para a realização da avaliação do carácter apropriado²².

São ainda de adoptar políticas e procedimentos²³ que permitam às próprias empresas de investimento compreender as características, a natureza e os elementos dos produtos de investimento e, por conseguinte, lhes permitam proceder à avaliação do carácter apropriado destes em relação aos seus clientes²⁴.

VI. A avaliação do carácter apropriado deve, no seguimento das políticas e procedimentos a adoptar pelas empresas de investimento a este respeito, assegurar uma ponderação coerente das informações obtidas a respeito dos conhecimentos e experiência do cliente necessários para avaliar o carácter apropriado de um produto de investimento e, ainda, todas as características e riscos pertinentes dos produtos de investimento considerados na avaliação do carácter apropriado²⁵.

A avaliação a ser realizada deve, pois, ser específica e não genérica, devendo ser gizada tendo em consideração todas as especificidades relevantes de cada cliente ou produto de investimento. Caso

²⁰ Orientação 3, *Ibidem*.

²¹ Orientação 4, *Ibidem*.

²² Orientação 5, *Ibidem*.

²³ Designadamente na área da gestão de riscos, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 51.º do Regime das Empresas de Investimento.

²⁴ Orientação 7, *Ibidem*.

²⁵ Orientação 8, *Ibidem*.

porventura se proceda²⁶ a uma avaliação quantitativa, deve esta ser clara, não ambígua e devidamente documentada.

Excluem-se, no entanto, da avaliação do carácter apropriado, as operações de venda que constituam um desinvestimento.

E devem as empresas de investimento ser capazes de determinar quando é necessário realizar a avaliação do carácter apropriado ou, por outro lado, será de se avaliar a adequação²⁷.

VII. As Orientações da ESMA relativamente à avaliação da adequação têm, não surpreendentemente, um substrato essencialmente idêntico ao aplicável à avaliação do carácter apropriado, o que bem se compreende tendo em consideração o regime comum a ambas as avaliações vertido no artigo 55.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 e que constitui a base da avaliação do carácter apropriado.

A primeira distinção significativa entre a avaliação da adequação e a do carácter apropriado é que, na primeira, mercê da natureza da consultoria para investimento e da gestão de carteiras como serviços aconselhados, se inquire sobre a situação financeira do cliente – incluindo a sua capacidade para suportar perdas – e os seus objectivos de investimento – incluindo a sua tolerância ao risco, decorrentes das alíneas b) e a), respectivamente, do número 2 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão.

Recomenda, a este respeito, a ESMA que se inquiram relativamente ao estado civil²⁸, à situação familiar do cliente, à idade do cliente²⁹, a situação laboral do cliente³⁰ e ainda a necessidade de

²⁶ De se notar que a ESMA não exige que a avaliação seja quantitativa, ainda que o paradigma aparente ser esse mais que não seja por imperativos de praticabilidade da actividade de intermediação financeira realizada em linha.

²⁷ Orientação 12, *Ibidem*.

²⁸ Em especial ao regime de bens do casamento.

²⁹ A qual é de enorme importância para a aferição dos objectivos de investimento do cliente, em particular do nível de risco financeiro que o investidor está disposto a correr, bem assim como o período de detenção/horizonte de investimento, que indica a intenção de deter um investimento por um determinado período de tempo.

³⁰ O grau de segurança no emprego ou a proximidade do cliente à reforma pode influir na sua situação financeira ou objectivos de investimento.

liquidez em certos investimentos relevantes ou a necessidade de suportar um encargo financeiro futuro³¹.

Na avaliação da adequação, é necessário recolher informações concretas relativas às necessidades e circunstâncias do cliente e da natureza e âmbito do serviço que a empresa pode prestar.

Quando seja prestada consultoria para investimento, a empresa de investimento deve recolher informação suficiente para aferir a capacidade do cliente de compreender os riscos e a natureza de cada um dos instrumentos financeiros potencialmente recomendáveis ao cliente.

Quando sejam prestados serviços de gestão de carteiras, atento o facto de que as decisões de investimento serão feitas em nome do cliente, o nível de conhecimentos e experiência exigível pode ser menos intenso do que numa consultoria para investimento. Deve, em todo o caso, ser o cliente capaz de compreender os riscos globais inerentes à carteira e possuir uma compreensão geral dos riscos associados a cada tipo de instrumento financeiro susceptível de ser incluído na carteira.

VIII. A fim de recomendar aos clientes investimentos adequados, as empresas de investimento devem ter em consideração, em conformidade com as políticas e procedimentos a adoptar, toda a informação disponível sobre o cliente necessária para avaliar se um investimento é adequado, incluindo a actual carteira de investimentos do cliente e a repartição de activos nesta e ainda todas as características materiais dos investimentos considerados na avaliação da adequação, incluindo todos os riscos relevantes e custos directos e indirectos para o cliente³².

A avaliação da adequação não se limita a recomendações de compra, antes se aplicando outrossim a uma recomendação de venda ou de retenção.

³¹ Orientação 2, ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA35-43-1163 (2018).

³² Orientação 8, ESMA, *Ibidem*.

É ainda fundamental que a empresa de investimento adopte políticas e procedimentos que assegurem que os serviços de consultoria para investimento e de gestão de carteiras prestados tenham em consideração um nível apropriado de diversificação do risco, que o cliente tenha uma compreensão adequada da relação entre risco e retorno, da sua situação financeira e da concomitante capacidade para financeira os investimentos e suportar as perdas deles eventualmente decorrentes, o tempo previsto de detenção do investimento quando sejam aconselhados produtos ilíquidos e a inexistência de influências negativas na qualidade da avaliação da adequação decorrentes de conflitos de interesses.

3. A transposição portuguesa: os artigos 314.º e 314.º-A do CVM

Ainda que existissem já no direito interno normas que impunham a avaliação dos conhecimentos e da experiência dos clientes, vertidas no artigo 314.º e 314.º-A do CVM, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, que transpôs a primeira DMIF para o direito interno, foi apenas com a Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho, que transpôs a DMIF II, que o instituto ora em apreço assumiu, entre nós, a sua forma actual.

O legislador luso não assumiu expressamente a diferenciação entre carácter apropriado e adequação, mercê porventura a inexistência de tal diferenciação terminológica na versão portuguesa da DMIF II, acaba por acolher o regime de fonte eurocomunitária – incluindo a distinção regimental – mau grado os problemas encontrados na tradução, ainda que sob a égide de uma “adequação” una.

Ora, corresponde destarte o artigo 314.º do CVM à avaliação do carácter apropriado e o artigo 314.º-A do mesmo diploma à avaliação da adequação. Nota-se, porém, que a redacção dos preceitos ora indicados acaba fundamentalmente por reproduzir o teor dos diplomas eurocomunitários relevantes, fazendo, ainda que tal fosse desnecessário, mercê da aplicabilidade directa do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 do Conselho, nos termos do terceiro inciso do artigo 91.º do mesmo, uma remissão para a “legislação da União Europeia”.

Há, no entanto, que articular as normas dos artigos 314.º e 314.º-A do CVM com o princípio geral consignado no número 1 do artigo 304.º do mesmo diploma de que os intermediários financeiros devem orientar a sua actividade no sentido da protecção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado e, ainda com o disposto no número 2 desse preceito, que, numa consagração legal expressa de deveres acessórios a cargo do intermediário financeiro, estatui que estes devem observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência. Tais preceitos, que correspondem, *grosso modo*, ao postulado do número 1 do artigo 24.º da DMIF II, são dobrados, em matéria de responsabilidade civil pelo artigo 304.º-A do CVM e do n.º 2 do artigo 487.º do Código Civil.

4. O dever de adequação nos produtos de investimento com base em seguros – o artigo 30.º da DDS

I. Ainda que a DMIF II tenha introduzido na Directiva 2002/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho³³, por força do seu artigo 91.º, regras especiais atinentes à distribuição de produtos de investimento com base em seguros, tais regras limitavam-se essencialmente à prevenção de conflitos de interesses e à imposição expressa de um dever do mediador de seguros de actuar no melhor interesse dos seus clientes³⁴, foi apenas com a aprovação da DDS que o dever de adequação foi acolhido em matéria de produtos de investimento baseados em seguros.

Foi expressamente assumido pelo legislador eurocomunitário, no considerando 56 da DDS que, atento o facto de os PIBS constituírem amiúde um sucedâneo dos instrumentos financeiros sujeitos à DMIF II, era necessário, a fim de se protegerem de forma coerente os investidores e evitar o risco de “arbitragem” regulatória, assegurar que estes “produtos” estariam sujeitos não apenas às regras

³³ Relativa à mediação de seguros.

³⁴ Cfr. art.º 13.º-D, Directiva 2002/92/CE, na redacção que lhe foi dada pela DMIF II

gerais aplicáveis a todos os seguros mas outrossim a um regime específico que atendesse ao elemento de investimento neles ínsito.

Vieram, assim, os n.ºs 1 e 2 do artigo 30.º da DDS exigir que, quando fossem distribuídos produtos de investimento com base em seguros, o distribuidor de seguros procedesse a uma avaliação do cliente.

Tal avaliação incidirá, quando não seja prestado aconselhamento, sobre os seus conhecimentos e experiência no domínio de investimento relevante para o produto ou serviço oferecido ou solicitado, a fim de permitir a avaliação do seu carácter apropriado³⁵.

Já quando seja prestado aconselhamento pelo distribuidor de seguros, deve este avaliar não só os conhecimentos e experiência do cliente, mas ainda a sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e os seus objectivos de investimento, a sua tolerância ao risco, de modo a permitir ao distribuidor recomendar os produtos de investimento com base em seguros que lhe sejam mais adequados e, em particular, mais consentâneos com o seu nível de tolerância ao risco e a sua capacidade para suportar perdas³⁶.

Verifica-se, pois, que a DDS recebe o dever de adequação consagrado na DMIF II em moldes idênticos³⁷, divergindo, porém, pelo facto de os dois primeiros números do artigo 30.º da DDS, os quais consagram o dever de adequação em sede de distribuição de produtos de investimento com base em seguros, ressaltarem expressamente o disposto no n.º 1 do artigo 20.º da mesma DDS.

II. O dever de adequação em matéria de PIBS foi ainda desenvolvido pelo Regulamento Delegado (UE) 2017/2359, da Comissão, o qual veio regular, no seu artigo 17.º, a informação a obter tanto para a avaliação do carácter apropriado como da adequação.

São, pois, informações a obter³⁸:

³⁵ Artigo 30.º, n.º 2, DDS

³⁶ Artigo 30.º, n.º 1, DDS

³⁷ De se notar, porém, que a tradução portuguesa da DDS respeita, contrariamente à da DMIF II, a distinção terminológica entre “adequação” e “carácter apropriado”.

³⁸ Artigo 17.º, n.º 1, Regulamento Delegado (UE) 2017/2359

- a) Os tipos de serviços, transacções, produtos de investimento com base em seguros ou instrumentos financeiros com os quais o cliente ou cliente potencial se encontra familiarizado;
- b) A natureza, o volume, o valor e a frequência das transacções do cliente ou cliente potencial com produtos de investimento com base em seguros ou instrumentos financeiros e o período durante o qual estas transacções foram realizadas;
- c) O nível de habilitações, a profissão ou, caso pertinente, a anterior profissão do cliente ou cliente potencial.

E, quando for de se avaliar a adequação por se estar perante uma venda com aconselhamento, manda o número 2 do artigo 9.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 obter as informações necessárias a avaliar se a recomendação personalizada satisfaz cumulativamente os seguintes requisitos:

- a) Corresponde aos objectivos de investimento do cliente ou do cliente potencial, incluindo a sua tolerância ao risco;
- b) Corresponde à situação financeira do cliente ou cliente potencial, incluindo a sua capacidade para suportar perdas;
- c) É concebida de forma a garantir que o cliente ou o cliente potencial dispõe da experiência e dos conhecimentos necessários no domínio de investimento relevante abrangido pelo tipo específico de produto ou serviço.

Um esquema, pois, em tudo semelhante ao da DMIF II e do seu Regulamento Delegado.

4.1. A articulação entre a avaliação da adequação ou do carácter apropriado e as exigências e necessidades

I. A DDS, assumindo, no considerando 44, ser objectivo seu evitar as “vendas” inadequadas de produtos de seguros³⁹, impôs uma

³⁹ O legislador eurocomunitário usou a expressão “*vente abusive*” em francês e “*mis-selling*” em inglês.

avaliação das exigências e necessidades com base nas informações prestadas pelos clientes, de forma a que os produtos propostos sejam sempre consentâneos com estas e apresentados de forma compreensível para permitir que os clientes tomem decisões informadas.

Trata-se, pois, de um requisito geral e que não é privativo dos PIBS e cuja imposição neste domínio bem se compreende tendo em atenção o teor do já aludido considerando 56.

A exigência de avaliação das exigências e necessidades foi, deste modo, consagrada no artigo 20.º da DDS, cujo número 1 exige ao distribuidor de seguros que especifique, antes da celebração de qualquer contrato de seguro, tendo em conta as informações obtidas do cliente, as exigências e necessidades deste e transmitir-lhe informações objectivas sobre o produto de seguros de forma compreensível que lhe permita tomar uma decisão informada. Devem, em todo o caso, os contratos propostos respeitar as exigências e necessidades dos clientes em matéria de seguros.

Tal dever é aplicável quer haja ou não aconselhamento, devendo, no entanto, ser proporcional à complexidade do produto de seguros proposto e com o tipo de cliente⁴⁰.

O dever de avaliar as exigências e necessidades do cliente de seguros é, pois, uma prestação de *facere* – proporcionar os produtos de seguros correspondentes às necessidades reais ou às apetências dos clientes –, encerrando, contudo, em si uma prestação de *non facere*: a de não oferecer produtos de seguros, caso estes sejam irremediavelmente inadequados para as exigências e necessidades do cliente⁴¹.

II. O direito nacional é outrossim opaco relativamente à articulação entre a avaliação das exigências e necessidades e a avaliação da adequação ou do carácter apropriado⁴².

⁴⁰ Cfr. artigo 20.º, n.º 2, DDS

⁴¹ Margarida Lima Rego, *Influência da regulação institucional na contratação de seguros: o impacto do novo regime da distribuição na responsabilidade pré-contratual do distribuidor*, 43 *Julgar* (2021), 151-172, 160 e 171

⁴² Note-se, a título de comparação, que o artigo 181.º do *Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero* espanhol é tão opaco nesta matéria quanto as normas portuguesas.

Estabelece, contudo, a alínea c) do número 1 do artigo 30.º da LDS o dever do distribuidor de seguros de, respeitando as exigências e necessidades do cliente e a as informações por este prestadas, informar, de modo correcto e pormenorizado, sobre o contrato ou contratos de seguro mais convenientes à transferência do risco ou ao investimento, de modo a permitir que o cliente tome uma decisão informada.

E mais: deve o distribuidor, com antecedência relativamente à celebração de qualquer contrato de seguro, especificar, no mínimo, as exigências e necessidades e as razões que nortearam as informações ou o aconselhamento prestado quanto a um determinado produto, nos termos do n.º 6 do artigo 31.º da LDS.

Tal especificação consistirá, pois, numa breve resenha das exigências e necessidades que foram manifestadas provocada ou espontaneamente pelo cliente e que constituíram o substrato da prestação de informações ou do aconselhamento feito pelo distribuidor de seguros.

Já o n.º 1 do artigo 42.º da LDS, relativo à avaliação do carácter apropriado nas vendas sem aconselhamento, à semelhança das normas competentes da DDS e do Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 da Comissão, faz uma ressalva expressa do dever de avaliação das exigências e necessidades previsto na al. c) do número 1 do artigo 30.º da LDS.

A pista que auxilia de forma indubitável a resolver a questão das relações entre a avaliação das exigências e necessidades e aquelas do carácter apropriado ou da adequação consiste, pois, no n.º 3 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/2359 da Comissão, o qual dispensa o distribuidor de seguros de obter, na avaliação do carácter apropriado ou da adequação, informações que já obtivera anteriormente na avaliação das exigências e necessidades.

A EIOPA já se pronunciou, ainda que de forma lateral, sobre a questão na resposta à pergunta 1638⁴³, na qual entendeu que, dependendo da consagração nacional, a avaliação da adequação e a das exigências e necessidades se podem encadear num contínuo

⁴³ Disponível para consulta no sítio em linha da EIOPA.

e que a realização da avaliação das exigências e necessidades pode levar à apreciação de um rol de produtos de investimento com base em seguros tanto na avaliação da adequação como na do carácter apropriado.

Atentos, pois, a teleologia subjacente à imposição legal da realização de uma avaliação das exigências e necessidades, à ausência de norma no nosso ordenamento como a supra-mencionada e ao dever do distribuidor de seguros de não propor produtos de seguros que não correspondam às exigências e necessidades do cliente, é de se considerar que uma avaliação favorável em tal domínio é pressuposto da realização das avaliações privativas dos produtos de investimento com base em seguros.

4.2. O alcance da avaliação do carácter apropriado e da adequação na DDS

Tendo em consideração a enorme afinidade entre os regimes vertidos na DDS⁴⁴ e na DMIF II e respectivos actos delegados relativamente às avaliações do carácter apropriado e da adequação, é possível, com efeito, darem-se por reproduzidas as observações feitas *supra* relativamente à DMIF II, incluindo as orientações da ESMA, as quais, ficando, no entanto, desprovidas da força jurídica que têm no seu sector, são, contudo, importantíssimos auxiliares de interpretação das matérias relativas ao investimento nos produtos de investimento com base em seguros.

A EIOPA tem tido uma actividade pouco profícua em matéria de pronúncias⁴⁵ relativamente à temática ora em apreço, destacando-se apenas, para além da já citada resposta à pergunta 1638, as respostas às perguntas 1636 e 1639⁴⁶.

⁴⁴ Eduarda Ribeiro, *Anotação ao artigo 206.º*, em *Lei do Contrato de Seguro Anotada*, Pedro Romano Martinez (coord.), 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 609-621, 614-615

⁴⁵ Tal deve-se, em grande parte, à inexistência de fundamento para a prática de actos delegados em matéria de exigências e necessidades.

⁴⁶ Disponíveis para consulta no sítio em linha da EIOPA.

Ora, a pergunta 1636 visa responder à questão de que, atendendo ao facto de que o PIBS paradigmático – o seguro *unit-linked*⁴⁷ – tem subjacente um fundo de investimento, se deve a avaliação dos conhecimentos e experiência abranger apenas o produto ou também os activos subjacentes. A isto respondeu a EIOPA que deve ter-se em consideração o activo subjacente.

Atendendo ao facto de que o activo imediatamente subjacente é um fundo de investimento e que este aplicará os seus fundos noutros instrumentos financeiros, é de se questionar quais os activos subjacentes que relevam para os efeitos de avaliação. Aparenta, porém, que, por imperativos de razoabilidade, a avaliação dos conhecimentos e experiência terá de se ater ao activo imediatamente subjacente.

A pergunta 1639⁴⁸ visa responder à delicada questão de saber se, determinando-se na avaliação da adequação que um dado produto não seja adequado, pode o contrato ser celebrado. Responde a EIOPA que tal é, em todo o caso possível, desde que o contrato proposto esteja em conformidade com as exigências e necessidades do cliente.

Deve-se, quanto a esta última pergunta, notar que inexistem, em sede de produtos de investimento com base em seguros, uma norma como aquelas do n.º 10 do artigo 54.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 ou do n.º 3 do artigo 314.º-A do CVM, motivo pelo qual é possível, mesmo em vendas com aconselhamento, comercializar produtos inadequados.

5. Natureza jurídica do dever de adequação

O dever de adequação é, dada a sua finalidade tutelar, um *dever acessório* que se constitui no quadro de uma relação de intermedia-

⁴⁷ Para uma maior compreensão sobre o tema, cfr., por todos José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 368 ss. e Mafalda Miranda Barbosa e José Luís Dias Gonçalves, *Instrumentos financeiros: valores mobiliários, valores monetários, derivados de crédito, produtos de bancassurance*, 1.ª ed., Gestlegal: Coimbra (2020), 285 ss.

⁴⁸ Disponível no sítio em linha da EIOPA.

ção financeira, sendo qualificável como um *dever de lealdade* dotado de consagração legal expressa e cuja violação é fonte de responsabilidade civil e contra-ordenacional⁴⁹.

Tratar-se-á, de uma *obrigação de meios*, uma vez que, mesmo nos serviços com aconselhamento, não será de se exigir ao intermediário financeiro ou distribuidor de seguros que identifique qual o produto mais adequado, mas antes que use da sua melhor diligência nesse sentido.

Subscreve-se, porém, o entendimento de António Barreto Menezes Cordeiro que o dever de adequação, por pressupor um dever de diligência máximo e um dever de lealdade positivo, dificilmente se coadunará com um aconselhamento ou decisão de investimento em nome do cliente que não seja efectivamente dos mais adequados de entre o panorama geral⁵⁰.

E trata-se, com efeito, de um regime dual^{51 52}, uma vez que existem duas concretizações do mesmo: uma para serviços sem aconselhamento e outra para aqueles que deste disponham⁵³. O que mais uma vez denota a finalidade de tutelar o investidor, dando-se, pois, uma protecção mais intensa àqueles clientes que mais dependentes ficam do intermediário financeiro ou do distribuidor de seguros pelo motivo de realizarem as suas decisões de contratar com base num aconselhamento especializado e individualizado.

Nega-se, assim, o carácter unitário⁵⁴ defendido por Paulo Câmara, convergindo-se, pois, com António Barreto Menezes Cordeiro quando este ilustre Autor afirma que “[o] conteúdo do dever de adequação irá variar consoante o serviço prestado pelo intermediário

⁴⁹ Cfr. artigo 397.º, n.º 2, alínea n), CVM, e artigo 114.º, n.º 1, alíneas f) e j), LDS, sendo, em todos os casos, contra-ordenação muito grave.

⁵⁰ Barreto Menezes Cordeiro, *Os deveres* cit., 75.

⁵¹ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 446-448.

⁵² André Alfar Rodrigues, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, 1.ª ed. AAFDL: Lisboa (2021), 605

⁵³ José Vasques, *Anotação ao artigo 42.º*, em *Lei da Distribuição de Seguros Anotada*, Pedro Romano Martinez e Filipe Albuquerque Matos (coord.), 1.ª ed., Almedina: Coimbra, 2019, 360-365, 364

⁵⁴ Paulo Câmara, *Ibidem*, 446.

rio financeiro”⁵⁵, sendo, deste modo, agrupável em razão dos concretos serviços prestados⁵⁶.

Trata-se, assim, de um dever que tem duas gradações claramente distintas, sendo a avaliação do carácter apropriado o regime-base, que contém os requisitos comuns, e o carácter adequado um *plus* que traduz uma intensificação dos deveres de lealdade exigíveis por afloramento legal expresso do ubíquo princípio da boa-fé.

O dever de adequação, pese embora tenda a ter um âmbito mais limitado na distribuição de PIBS em virtude da imposição da avaliação de exigências e necessidades⁵⁷, possui, em todo o caso, carácter transversal, sem prejuízo, naturalmente, de se ter que atender às pontuais diferenças entre as normas em jogo.

Não é, pois, de somenos importância a precedência lógica da avaliação das exigências e necessidades na distribuição de PIBS relativamente ao cumprimento do “dever de adequação” porquanto tal imposição legal obsta claramente à possibilidade de venda de produtos que sejam inúteis ou impertinentes para o concreto cliente, esbatendo-se, deste modo, e de forma bastante significativa, a relevância prática da distinção entre adequação e carácter apropriado porquanto a avaliação das exigências e necessidades conduz forçosamente à exclusão de produtos que seriam inadequados. E tal aplica-se, dado o facto de se exigir que todos os produtos vendidos sejam conformes às exigências e necessidades dos clientes, mesmo quando não seja prestado aconselhamento *proprio sensu*.

Trata-se, contudo, de figuras dogmaticamente distintas que, não obstante as suas diferentes naturezas, carecem, contudo, de ser analisadas em conjunto porquanto surgem encadeadas.

⁵⁵ António Barreto Menezes Cordeiro, *Os deveres de adequação* cit., 68

⁵⁶ António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed, Almedina: Coimbra (2018), 306-307 e António Barreto Menezes Cordeiro, *Os deveres de adequação* cit., 69.

⁵⁷ Kyriaki Noussia e Michele Siri, *The Legal Regime and Relevant Standards*, em Pierpaolo Marano e Ioannis Rokas, *Distribution of Insurance-Based Investment Products*, Springer: Cham (2019), 28-58, 52-53.

