



ALEXANDRE LUCENA E VALE

Advogado, Sócio da LVGS – Lucena e Vale, Gomes da Silva e Associados
– Sociedade de Advogados, SP, RL

O Contrato de Consultoria para Investimento

The Investment Advisory Contract

RESUMO: O contrato de consultoria para investimento é um contrato de utilização frequente no mercado financeiro; o presente artigo tem como objectivo, essencialmente com base na disciplina constante do Código dos Valores Mobiliários e legislação europeia relevante, identificar e analisar as suas características e regime; para o efeito, para além de considerações introdutórias e de enquadramento, são tratados, sucessivamente, os aspectos relativos aos sujeitos, à forma e ao conteúdo desse contrato, após o que são abordados, de forma abreviada, três temas complementares: a caracterização, como de meios ou de resultado, da obrigação do consultor; um conjunto de notas sobre a responsabilidade civil do consultor, designadamente perante o novo fenómeno da robotização; e o impacto da nova disciplina em sede de sustentabilidade sobre os deveres do consultor; como aspectos finais, é analisada a consultoria enquanto distribuição de produtos e, nesse quadro, a sua articulação com o regime de governo dos produtos, são abordados alguns temas da “prática” da consultoria, designadamente os modelos de negócio que habitualmente lhe subjazem e é identificado e assinalado o fenómeno de extensão da disciplina da consultoria para investimento a domínios extra mobiliários.

Palavras chave: Contrato de consultoria para investimento; Características e Regime; Deveres do Consultor; Código dos Valores Mobiliários; Novos Desafios (como a Robotização e a disciplina da Sustentabilidade); Regras de Governo de Produtos; Modelos de Negócio subjacentes à consultoria; Expansão da disciplina da consultoria;

ABSTRACT: *The investment advisory contract is a frequently used contract in the financial markets. This article seeks to identify and analyze the investment advisory contract's key features and legal background, considering mainly the Portuguese Securities Code (Código dos Valores Mobiliários) but also the relevant European legislation.*

To attain this end, following some introductory remarks, this article will, sequentially, deal with the parties to the investment advisory contract, its form and content, following which one will briefly discuss three ancillary topics: (i) whether the investments advisers' main duty should be viewed as an obligation to produce a certain result or merely as an obligation to contribute to such result (an obligation of means), (ii) an analysis of the investment advisers' potential civil liability, with a particular emphasis on the current robot advising, (iii) the implications of the recent ESG legal rules to the set of the investment advisers' duties towards their clients.

Finally, the article will also discuss the topic of investment advisory as product distribution under the product governance rules, certain aspects of the investment advisory "in action" and of the most common business models of this activity as well as the expansion of the regulatory model to domains outside the scope of investment in financial instruments.

Key-words: *Investment advisory contract; Regulation of the Investment Advisory Contract; Duties of the Financial Adviser Portuguese Securities Code; Robot Advising;; ESG legal rules; Product governance; Investment advisory's business models. Expansion of the regulatory model*

SUMÁRIO: 1. Introdução: objecto e razão de ordem. 2. Aspectos de enquadramento. 3. Caracterização do contrato de consultoria para investimento; 3.1. Sequência; 3.2. A qualificação da consultoria para investimento como serviço de investimento e, portanto, uma actividade de intermediação financeira; 3.3. As pistas do artigo 294.º do CVM; 3.3.1. Sujeitos ou elemento subjectivo do contrato; 3.3.2. Forma; 3.3.3. Conteúdo: as pistas dos n.ºs 1 a 3 do artigo 294.º; 3.3.4. Consultoria para investimento numa base independente e não independente; 3.4. As demais regras do CVM relevantes para a caracterização do contrato de consultoria para investimento: regras relativas à formação, conteúdo mínimo e execução do contrato; 3.4.1. Formação do contrato; 3.4.2. Conteúdo mínimo; 3.4.3. Execução do contrato; 3.4.4. Conteúdo: deveres gerais; 3.4.5. Conteúdo: o dever de lealdade; 3.4.6. Três aspectos complementares; 3.4.6.1. Obrigação de meios ou de resultado; 3.4.6.2. Algumas notas sobre a responsabilidade civil do consultor; 3.4.6.3. A projecção na consultoria da nova disciplina em matéria de sustentabilidade; 3.5. Síntese do percurso de caracterização do Contrato de consultoria para investimento; 3.6. Distinção de outros contratos próximos. 4. Aspectos complementares; 4.1. A articulação entre a

consultoria e as regras de governo de produtos; 4.2. Aspectos da prática da consultoria; 4.3. A extensão da disciplina da consultoria para investimento a domínios extra mobiliários. 5. Conclusão.

1. Introdução: objecto e razão de ordem

O presente texto tem por objecto o contrato de consultoria para investimento¹.

Trata-se de um contrato bastante relevante para o funcionamento do mercado dos valores mobiliários².

É um contrato cuja previsão e disciplina pela lei data já de 1991, tendo vindo a sofrer sucessivas alterações, ainda que sem modificar o núcleo do seu regime.

¹ O conteúdo deste texto corresponde, na sua base, à apresentação realizada no quadro do VII Curso de Pós-Graduação Avançada em Direito Bancário organizado pelo Centro de Investigação de Direito Privado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Este texto tem em conta e reflecte, de forma actualizada, o texto anteriormente publicado pelo autor sobre o mesmo tema – cf o “Consultoria para Investimento em Valores Mobiliários”, publicado em 2004 em *Direito dos Valores Mobiliários V*, pags 343 e seguintes. Referir-nos-emos doravante a este nosso anterior texto como “Contrato de Consultoria 2004”.

O texto segue a ortografia anterior ao Acordo Ortográfico de 1990.

² Referir-nos-emos a instrumentos financeiros por simplificação, apesar de o conceito base do Código dos Valores Mobiliários em vigor e cuja extensão e sentido são apresentados logo no seu artigo 1.º, ser o de valores mobiliários. O conceito de instrumento financeiro compreende os valores mobiliários e os instrumentos listados nas alíneas b) a g) do n.º 1 do artigo 2.º do Código dos Valores Mobiliários (vg instrumentos do mercado monetário e instrumentos financeiros derivados). Nem todas as disposições do Código dos Valores Mobiliários se aplicam a esta categoria mais ampla de instrumentos financeiros, mas esse é o caso das regras sobre informação e as do Título VI do código sobre a actividade e contratos de intermediação.

Sobre os conceitos de valor mobiliário e de instrumento financeiro, ver, entre outros, e para além dos autores citados no nosso “Contrato de Consultoria 2004 (pag 345), António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2017, pags 130-144, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, pags 91 e seguintes, José Engrácia Antunes, “Os Instrumentos Financeiros” e Amadeu Ferreira, “Um Código dos Instrumentos Financeiros? Algumas notas soltas”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Carlos Ferreira de Almeida*, vol I, pags 704-707.

Efectivamente, em 1991, no Código do Mercado dos Valores Mobiliários³, foi já prevista como actividade de intermediação financeira (artigo 608.º) a “*Consultoria sobre investimentos em valores mobiliários*”, sendo que, no artigo 612.º do mesmo código, era referido que as actividades de consultoria em causa consistem “

(...) na prestação a investidores ou potenciais investidores, numa base individual, de conselhos sobre a subscrição, compra, venda ou troca de

³ O Código do Mercado dos Valores Mobiliários (CodMVM), aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril, também por vezes apelidado de “Lei Sapateiro”, por referência à pessoa que teve um papel primordial na sua preparação (o Senhor Dr. José Luís Sapateiro) representou um marco importantíssimo na evolução da disciplina do mercado de valores mobiliários e na promoção e desenvolvimento desse mesmo mercado.

Recorde-se que, como é referido no preâmbulo do código, este mercado “(...) *depois de longos anos de estagnação, ressurge em 1972, para conhecer um crescimento espectacular no curtíssimo espaço de tempo que decorreu até ao 25 de Abril, pondo à prova a adequação e capacidade de resposta das estruturas arcaicas da Bolsa de Lisboa, que não estavam preparadas para o processamento e controlo desse volume de negócios, e dando, conseqüentemente, origem a problemas graves de liquidação de operações, a irregularidades de comportamento das cotações e a desvios especulativos a que cumpria pôr cobro. Daí a promulgação, em 14 de Janeiro de 1974, do Decreto-Lei n.º 8/74, que, substituindo as disposições do Código Comercial de 1898 e do Decreto de 10 de Outubro de 1901, procedeu a uma profunda revisão da orgânica e das regras de funcionamento das bolsas de valores e das actividades dos corretores e passou a constituir, até hoje, o diploma quadro do mercado secundário português de valores mobiliários.*”

Ora, como se referiu nesse preâmbulo, a modificação de circunstâncias entre 1974 e 1991 foi muito significativa. Desde a adesão de Portugal à então CEE, até a alterações relevantes nos mercados de capitais das praças dominantes no mundo industrializado, passando pela necessidade de repensar a filosofia de base “fortemente estatizante e intervencionista”, como se dizia no referido preâmbulo, dos mercados de valores mobiliários nacionais, tudo recomendava uma reformulação da disciplina desses mercados, como a que o CodMVM veio, em boa hora, a consubstanciar. Só para recordar os mais relevantes, assinale-se que este CodMVM consagrou os seguintes importantes avanços e inovações: a utilização como um dos polos do regime do conceito de “valor mobiliário”, a criação de uma autoridade de supervisão independente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; regras sobre valores mobiliários escriturais; a criação de uma central de valores mobiliários; a modificação estrutural das bolsas, que deixaram de ser institutos públicos, passando a ser geridas por associações civis sem fim lucrativo; a liberalização da emissão de valores mobiliários, deixando as ofertas públicas de estar sujeitas a autorização administrativa; o tratamento da informação a disponibilizar nos mercados de acordo com o princípio da transparência.

valores mobiliários, sobre o exercício de direitos que lhes sejam inerentes, nomeadamente direitos à respectiva conversão ou venda ou à subscrição ou aquisição de outros valores, ou sobre a gestão de carteiras de valores mobiliários pertencentes a esses investidores.”⁴.

Depois, em Novembro de 1999, com o DL 486/99, de 13 de Novembro, surgiu o Código dos Valores Mobiliários (CVM), que manteve a previsão e disciplina da actividade e do contrato de consultoria para investimento. Como veremos ao longo deste texto, a nova lei não se afastou muito do código anterior ainda quanto aos termos como delimitou o cerne da actividade.

Como principais alterações após 1999, são de destacar as relativas ao enquadramento desta actividade: (i) na sequência da Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva n.º 92/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 2003), qualificação como serviço de investimento auxiliar; (ii) depois, em 2007, e na sequência da DMIF I (Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004); qualificação como serviço de investimento principal; e (iii) as relevantes alterações, em 2018, decorrentes da DMIF II (Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014). A recente revisão do CVM (Lei 99-A/2021, de 31 de Dezembro) não trouxe, para este contrato/actividade, alterações relevantes.

Iremos, neste texto, tratar do tema do contrato de consultoria para investimento nos seguintes termos:

- começaremos por uma breve referência a alguns aspectos sobre o enquadramento do tipo de contrato, designadamente à sua inserção no mercado de instrumentos financeiros;

⁴ Na altura, a introdução no nosso direito da disciplina do contrato de consultoria para investimento foi justificada no preâmbulo do código da seguinte forma: “*Trata-se de uma actividade regulamentada em diversas legislações (a começar pela liberalíssima legislação inglesa), e com justificação óbvia, dada a medida em que interfere com os interesses dos investidores que a ela recorrem e, reflexamente, com os do mercado em geral. Aliás, perfeitamente incompreensível se tem de considerar que esteja sujeita a regulamentação e autorização a actividade das sociedades gestoras de patrimónios e que se encontrem isentas de uma coisa e de outra as pessoas singulares e colectivas que se dediquem profissionalmente a fazer, na prática, a mesma coisa pela via da consultoria financeira.*”.

- prosseguiremos com a caracterização do contrato, com base em três vectores: a qualificação da actividade de consultoria como serviço de investimento; as pistas que decorrem do artigo 294.º do CVM, disposição nuclear nesta matéria; e as regras gerais sobre contratos de intermediação financeira.
- com base no que resultar da caracterização acima referida, tentaremos esboçar uma noção do contrato de consultoria para investimento e terminaremos com a abordagem de alguns aspectos complementares (vg relativos ao fenómeno da extensão da disciplina mobiliária a outros domínios).

2. Aspectos de enquadramento

2.1. A actividade de dar conselhos pode incidir sobre uma miríade de situações e domínios da vida humana e pode revestir formas variadas, designadamente podendo ser algo de pontual ou, antes, algo de organizado e permanente.

A prestação de conselhos é uma actividade de que todos participamos (todos, no nosso dia a dia, damos conselhos) e não é, em regra, uma actividade objecto de uma disciplina legal específica. Estamos num espaço de liberdade e autonomia. Citando uma disposição a que mais à frente nos referiremos com mais atenção (o artigo 485.º n.º 1 do Código Civil), “*Os simples conselhos, recomendações ou informações não responsabilizam quem os dá, ainda que haja negligência da sua parte.*”

A consultoria para investimento é, porém, como veremos adiante, objecto de uma disciplina legal muito densa. Importa, por isso, perceber por que razão é assim.

2.2. A actividade de prestações de conselhos para investimento é objecto de uma disciplina legal específica e densa porque os conselhos que ao seu abrigo são prestados incidem sobre o investimento em instrumentos financeiros – ou seja, sobre o que se transaciona no mercado de instrumentos financeiros e que constitui o seu cerne – e porque esse mercado é considerado fundamental para o funcionamento e desenvolvimento da economia dos Estados.

O mercado de instrumentos financeiros é o mercado onde se encontram a oferta e a procura de valores mobiliários e de instrumentos financeiros, ou seja, onde eles são emitidos e transacionados.

Trata-se de um mercado fundamental porque é um dos principais meios através dos quais a poupança é canalizada para o investimento/empresas⁵.

Sendo um mercado fundamental, imperativo se torna que o mesmo funcione de forma eficiente. E é, precisamente, em ordem a alcançar esse objectivo de funcionamento eficiente do mercado de instrumentos financeiros que existe a disciplina que designamos por direito dos valores mobiliários/instrumentos financeiros. Ela revela-se essencial para:

- assegurar que o encontro entre a oferta e a procura de instrumentos financeiros se faça de forma célere, segura e transparente (objectivo que subjaz a aspectos como os das regras de circulação dos valores mobiliários⁶ ou aquelas que se dirigem a uma adequada formação do seu preço⁷);
- assegurar a protecção de um dos polos deste mercado: os investidores⁸.

⁵ Toma-se aqui a configuração simplificada muitas vezes usada nas disciplinas económicas para traduzir este fenómeno, em que se considera existirem dois polos: o lado das Famílias (onde reside a poupança) e o lado das Empresas, que têm necessidades dessa poupança para investir. A canalização dessa poupança é, tipicamente, realizada ou por intermédio dos bancos (que recebem depósitos e concedem crédito) ou, directamente, no mercado de instrumentos financeiros, mediante a aquisição por parte dos investidores (detentores da poupança) de instrumentos financeiros emitidos pelas entidades que a ela querem aceder.

⁶ Estamos a pensar nos aspectos que tornam os valores mobiliários particularmente aptos para circular, conferindo a essa circulação padronização, anonimato e confiança e, consequentemente, fluidez: entre outros, a literalidade por referência, a fungibilidade, protecção do adquirente de boa fé.

⁷ Estamos aqui a pensar essencialmente em todos os aspectos da disciplina dirigidos a assegurar que a informação que circula é adequada (verídica, actual, completa) e que existe paridade no acesso a essa informação. É manifestação deste carácter central da informação e da necessidade de o acesso à mesma ser paritário o facto de dois dos principais crimes que se encontram previstos no âmbito específico do direito de valores mobiliários terem a ver com o bem “informação”: o abuso de informação e a manipulação de mercado.

⁸ Sobre estes dois propósitos referidos no texto que, a nosso ver, subjazem a/são reclamados por um funcionamento eficiente do mercado (entendido em sentido lato), para além dos nos-

2.3. Uma penúltima nota relativamente a estes aspectos de enquadramento, que tem a ver com um aspecto que é particularmente relevante em todos os contratos de intermediação e, portanto, também para o contrato de consultoria para investimento: o da protecção dos investidores através da disponibilização de informação .

Como atrás assinalámos, no mercado de instrumentos financeiros, e diferentemente do que acontece no mercado bancário, a canalização da poupança para as empresas faz-se, em regra⁹, directamente, no sentido em que o investidor contrata directamente com o emitente. Isso cria, como já se assinalou atrás, especiais exigências de informação sobre os instrumentos financeiros oferecidos.

Ora, sucede que a informação é um bem cujas qualidades não são facilmente apreensíveis. Ou seja, não basta, para proteger os investidores, tornar a informação disponível e pública: é necessário assegurar que a mesma reúne as condições para ser perceptível por cada investidor concreto e lhe possa, se necessário, ser explicada. Essa é uma das razões que explica, apesar de a relação investidor/emitente ser directa, no sentido antes exposto, a existência dos Intermediá-

ros “Contrato de Consultoria 2004”, pags 344-347 e “Informação e Operações sobre Valores Mobiliários, 2011, publicado no *site* do Instituto dos Valores Mobiliários, e os autores aí citados, ver António Barreto Menezes Cordeiro, ob cit, pags 81-93, Paulo Câmara, ob. cit. pags 29-34. Ver também André Figueiredo, “A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os poderes da CMVM, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, pags 67-72, onde assinala o fim da tutela da confiança do investidor como principal interesse público que cabe à CMVM prosseguir e o carácter instrumental que a disciplina (os deveres) da informação têm para esse efeito, enquanto normas que podem ser reconduzidas à categoria mais ampla daquelas que se destinam a tutelar a *concorrência* no mercado. Sobre o vector da tutela dos investidores e a arquitectura de um modelo para essa tutela (assente no visar da relação especial emitente/investidor, manifestada no poder de ingerência do primeiro nos interesses dos segundos, e na conseqüente abordagem dos deveres legais de informação como deveres de protecção, cuja violação é situada no campo da responsabilidade obrigacional), bem como sobre a enorme capacidade explicativa e operativa para inúmeras questões que se vão colocando no âmbito do direito dos valores mobiliários desse modelo de compreensão da relação emitente/investidor, ver Madalena Perestrelo de Oliveira, *Tutela do Investidor perante o Emitente no Mercado de Capitais – um modelo dinâmico de protecção* (2021).

⁹ Há situações em que tal pode não suceder, como acontece nas ofertas em que há garantia de colocação (tomada firme) dos instrumentos a oferecer.

rios Financeiros. Estes desempenham um papel fundamental na circulação e disponibilização de informação sobre os instrumentos financeiros, contribuindo para a sua organização e “tratamento”, desta forma tornando-a acessível e ajustada ao investidor concreto. Como? Modulando a prestação de informação aos seus clientes em função do grau de conhecimentos e experiência dos mesmos^{10 11}.

A modulação ou mediatização da informação disponível sobre instrumentos financeiros junto dos investidores, atendendo às suas características, é uma trave essencial do direito dos instrumentos financeiros.

2.5. A última nota de enquadramento refere-se às fontes do direito dos instrumentos financeiros. Visa ela referir que, apesar

¹⁰ O ponto é, numa síntese cristalina, assinalado por Carlos Osório de Castro, “A informação no Direito dos Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, 1997, AAVV, pag 338: “*Os intermediários financeiros mediatizam a circulação da informação, cuidando que ela chegue ao investidor de modo que seja para ele compreensível.*”. José Ferreira Gomes, “Conflito de Interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFID 2” in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários, pag 229, também reflecte o ponto quando afirma, sobre os conflitos de interesse entre intermediários e clientes que (sublinhado nosso) “Tais conflitos colocam em causa os investidores que neles depositam a sua confiança e deles dependem, em maior ou menor medida, para ultrapassar a assimetria informativa no mercado.”. Finalmente, veja-se Margarida Azevedo Almeida, “A Responsabilidade Civil de Intermediários Financeiros por Informação, in O Novo Direito dos Valores Mobiliários, pag. 415, onde assinala o especial papel dos intermediários financeiros junto dos investidores para lidar com a complexidade da informação divulgada no mercado e as assimetrias informativas.

¹¹ Sendo que é sempre fundamental ter presente o equilíbrio a que alude Madalena Perestrelo de Oliveira, ob cit, pag 42 (aí porventura pensado sobretudo tendo em vista os deveres informativos a cargo do emitente, mas em termos que me parecem extensíveis aos deveres informativos a cargo dos intermediários financeiros) ou seja, de se assegurar que “*(...) a protecção concedida não funciona contra o mercado e, em última análise, contra o investidor*”. Esta mesma perspectiva era já em 1997 (*Direito dos Valores Mobiliários*, AAVV, prescientemente assinalada por Carlos Osório de Castro no estudo “A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, quando afirmava (pag 347) que “*(...) deve ter-se presente que a informação tem custos e que um sobredimensionamento destes redundaria em prejuízo da eficiência pretendida, em detrimento dos próprios investidores, das entidades emittentes e da economia em geral. Não há mercados sem investidores, mas também não os há sem entidades emittentes.(...)*”.

da existência do CVM, a disciplina dos instrumentos financeiros é complexa, com alguma falta de sistematização e arrumada em inúmeras “camadas” de fontes, o que dá origem a repetições, descoordestações e múltiplas remissões.

Para termos uma ideia dessa complexidade, e considerando o que é relevante para o contrato que nos ocupa, veja-se a lista dessas fontes, compreendendo as do direito com origem na União e as com origem nacional.

Fontes da União Europeiaia

- a) DMIF II – Diretiva n.º 2014/65/UE de 15 de maio de 2014, que substitui a DMIF I (Diretiva n.º 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004): em particular considerandos 45, 70, 72-74 e 82; artigos 2.º n.º 1 k), 4.º n.º 4 (anexo I, A) 5)), 24.º n.º 4 e 7 e 25.º n.ºs 1, 2 e 6;
- b) Diretiva Delegada (UE) n.º 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, que completa a DMIF II, em particular considerando 22 e artigos 11 n.º 2 e 12.º;
- c) Regulamentos Delegados/de execução que complementam a DMIF II, dos quais se destaca o Regulamento Delegado n.º 2017/565, de 25 de Abril (adiante designado por RD 2017/565), em particular considerandos 14 a 17, 70 a 75 e 86, artigos 9.º e 52.º-53.º e 58.º (mas sendo também relevantes os artigos 36, 40.º, 54.º-55.º e anexo I)¹²;
- d) RTS/ITS (Normas Técnicas Regulatórias/Implementação/Execução);
- e) Orientações da ESMA, vg as relativas aos requisitos em matéria de adequação, de 6.11.2018;
- f) Q&A da ESMA sobre protecção de investidores (última actualização de 19.11.2021), vg secções 2, 5 e 10;
- g) Regulamento n.º 2019/2088. de 27.11.2019 – divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos

¹² Tal como alterado pelo Regulamento Delegado n.º 2021/1253, de 21 de Abril

- serviços financeiros, vg modo como riscos em matéria de sustentabilidade são tomados em conta¹³;
- h) Consultas públicas e respectivos relatórios, vg as sobre matéria de conhecimento e experiência e recepção e transmissão de ordens (29.01.2021)
 - i) “Supervisory expectations” ou “Statements” da ESMA: vejamo-se, por exemplo, os emitidos a propósito do Covid (vg o de 6.05.19 que alertava para incerteza/maior risco e, como consequência, a “*even greater duties*” em matéria de actuação no melhor interesse do cliente).

Passando às fontes nacionais, temos:

- j) O Código de Valores Mobiliários (vg em particular artigos 294.º, 301.º, 312.º-H e 313.º-A e 313.º-B); o código já reflecte a transposição da Transposição DMIF II, que ocorreu com a Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, cuja entrada em vigor ocorreu no dia 1 de agosto de 2018;
- k) O regime das empresas de investimento, aprovado pelo 109-H/2021, de 10 de Dezembro;
- l) Regime jurídico da conceção, comercialização e prestação de serviços de consultoria relativamente a Depósitos Estruturados (anexo I da Lei n.º 35/2018);
- m) Regulamentos da CMVM n.ºs 3/2018 (formação colaboradores); 6/2018 (sociedades de consultoria); 13/2018 (actividades de intermediação);
- n) FAQs CMVM de 1.08.2018;
- o) Circular CMVM relativa ao dever de avaliação do carácter adequado das operações (testes de appropriateness e de suitability) de 18/02/2021.

¹³ Para além da Diretiva Delegada (UE) n.º 2021/1269, da Comissão, de 21 de abril de 2021, que obriga à integração e ponderação do risco e fatores de sustentabilidade no cumprimento dos deveres relativos à governação e distribuição de instrumentos financeiros e depósitos estruturados.

3. Caracterização do contrato de consultoria para investimento

3.1. Sequência

Neste ponto 3 iremos proceder à caracterização do contrato de consultoria¹⁴, fazendo-o, como se disse atrás, com recurso a três vectores: qualificação da actividade de consultoria como serviço de investimento/actividade de intermediação financeira (ponto 3.2.), pistas do artigo 294.º do CVM (ponto 3.3.) e regras gerais dos contratos de intermediação (ponto 3.4.).

Antes, porém, de prosseguirmos nessa caracterização, importa deixar uma nota sobre a forma como a consultoria para investimento é tratada pelo CVM.

O primeiro ponto a assinalar é o de que não existe no CVM uma secção que nomeie e trate especificamente o contrato de consultoria para investimento: o contrato de consultoria para investimento não é nomeado nem tratado como tal pelo Capítulo II do Título VI do CVM dedicado aos contratos de intermediação (alude-lhe no 322/5, 321-A e 314-A

O que temos no CVM, mais rigorosamente, na disposição nuclear nesta matéria – o artigo 294.º – é a caracterização de uma actividade designada por consultoria para investimento¹⁵. Ou seja, a forma como o CVM aborda a consultoria para investimento é:

¹⁴ Sobre o contrato de consultoria para investimento, para além do nosso “Contrato de Consultoria 2004, ver António Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit. pags 326-327 e “O contrato de gestão de carteira”, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, VOL. 2 (2020), n.º 6, pag 16 e Paulo Câmara, ob. cit., pags 451-456. Na óptica da consultoria como actividade, ver também Ana Perestrelo de Oliveira, “DMIF II e Consultoria para Investimento: da *Compliance* à revisão de modelos de negócio”, in O Novo Direito dos Valores Mobiliários, 2017, pags 218-221. Finalmente, ver ainda as obras citadas no nosso “Contrato de Consultoria 2004”, pag 358.

¹⁵ O que, como veremos adiante, tendo em conta que esta actividade é habitualmente prestada com base num contrato, acaba por corresponder à caracterização da prestação principal/característica desse contrato.

- descrevendo o conteúdo dessa actividade, ou seja, as características da prestação que a mesma consubstancia – artigo 294.º n.ºs 1 a 3 do CVM; e
- qualificando-a como serviço de investimento (artigo 290.º n.º 1 f) do CVM) e, portanto, como actividade de intermediação financeira (artigo 289.º n.º 1 a) do CVM).

Como a actividade de consultoria para investimento é normalmente desenvolvida com base num contrato e essa actividade e a sua prestação típica são regulados naquele artigo 294.º do CVM, podemos dizer que encontramos nesta disposição a previsão de um tipo contratual (o tipo do contrato de consultoria para investimento). Ou seja, alcançamos a caracterização do tipo do contrato em apreço por via da caracterização da sua prestação típica.

O contrato de consultoria para investimento é, assim, um contrato típico (no sentido em que a sua prestação principal e o seu regime são objecto de disposição legal), ainda que não nominado.

3.2. A qualificação da consultoria para investimento como serviço de investimento e, portanto, uma actividade de intermediação financeira

Como referimos atrás, a consultoria para investimento é uma actividade/serviço de intermediação financeira . O contrato que a tenha por objecto é desde logo marcado por essa matriz.

Há, efectivamente, um conjunto de notas caracterizadoras do contrato em apreço que decorrem desta qualificação.

Em primeiro lugar, temos a caracterização da consultoria para investimento como uma actividade. A noção de actividade remete-nos para a noção de empresa, ou seja, uma actuação organizada, tendencialmente duradoura, regular e em relação a mais do que uma pessoa. Neste sentido, o contrato de consultoria para investimento, no que respeita ao prestador, insere-se tipicamente numa actividade assim caracterizada.

A segunda nota tem a ver com a profissionalidade. A consultoria regulada no CVM é uma actividade de intermediação financeira e

esta é, para o CVM¹⁶ uma actividade desenvolvida a título profissional, o que, tipicamente, implica a verificação das características de habitualidade e não gratuidade. A profissionalidade desta actividade está ainda associada a duas outras características: (i) ao exercício a “título principal” da actividade que está em causa, ou, noutra perspectiva, à exclusividade; (ii) à consequente especialização¹⁷.

A terceira é a de serviço. A consultoria para investimento é uma actividade qualificada como **serviço** de investimento em valores mobiliários, o que nos reconduz ao conceito de serviço. O conceito de serviço reconduz-nos, por sua vez, a uma actividade assente em prestações de facto, em concreto, prestação de serviços e, portanto, para a integração do contrato que tem essa actividade por objecto no macro-tipo do artigo 1154.º e ss do Código Civil¹⁸.

A quarta nota tem a ver com a qualificação, que é feita pelo CVM (na linha da DMIF I) da consultoria para investimento como um serviço de investimento **principal** (vide artigo 290.º do CVM) por oposição aos que são qualificados como auxiliares (os enumerados no artigo 291.º do CVM). Como acima referimos, nem sempre foi assim: o serviço de consultoria para investimento passou a ser considerado como serviço “principal” apenas em 2007, com a transposição da DMIF I, sendo que antes era considerado um serviço de investimento **auxiliar**. A consultoria para investimento integra assim, a partir de 2007, o núcleo central dos serviços de investimento, aqueles que são objecto de uma disciplina mais densa, mais harmonizada e que, como tal, beneficiam do chamado passaporte europeu (ou seja, a possibilidade de que beneficia quem esteja auto-

¹⁶ Vejam-se, por exemplo, o artigo 295.º n.º1 (que alude ao exercício profissional, o artigo 289.º n.º 2 (que se reporta ao “exercício profissional”) e, especificamente para a consultoria, o que resulta do 289.º n.º 3 c), na parte em que exclui do âmbito da intermediação financeira a prestação de conselhos de investimento “(...) como complemento normal e não especificamente remunerado de profissão de fim diverso da prestação de serviços de investimento.” (sublinhado nosso).

¹⁷ De acordo com o disposto no artigo 289.º n.º 2 CVM “Só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira”.

¹⁸ Ver, a este respeito, Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II* (2011), pag 182, enquadrando o contrato de consultoria para investimento nos “contratos de troca para prestação de serviços”.

rizado a prestá-los num país da União Europeia, de os prestar nos demais países da União sem carecer de nova autorização).

3.3. As pistas do artigo 294.º do CVM

Passemos, então, à análise das pistas que retiramos do artigo 294.º do CVM para a caracterização do contrato de consultoria para investimento. Como veremos, temos elementos que podemos agrupar em quatro domínios: sujeitos, forma; conteúdo; base independente/não independente.

3.3.1. Sujeitos ou elemento subjectivo do contrato

É relevante aqui o n.º 4 do artigo 294.º do CVM.

Recordamos o que acima referimos: sendo a consultoria para investimento uma actividade de intermediação financeira, só intermediários financeiros a podem exercer a título profissional¹⁹. Este

¹⁹ Este exclusivo ou reserva estão relacionados com o papel relevante que estas entidades desempenham no mercado de instrumentos financeiros, o que conduz à necessidade de que a sua actividade fique sujeita a requisitos específicos e a supervisão por uma autoridade pública.

A reserva não se aplica (artigo 289.º n.º 3 c) “*Às pessoas que prestem conselhos de investimento como complemento normal e não especificamente remunerado de profissão de fim diverso da prestação de serviços de investimento;*”. Esta exclusão da reserva parece filiar-se na isenção prevista na alínea k) do n.º 1 do artigo 2.º da DMIF II, que prevê a não aplicação da Directiva “*Às pessoas que prestem consultoria para investimento no contexto do exercício de outra atividade profissional não abrangida pela presente diretiva, desde que a prestação desse aconselhamento não seja especificamente remunerada*”.

A Directiva prevê ainda mais uma isenção relevante para a situação que estamos a analisar. Trata-se da prevista na alínea c) da mesma disposição e que se aplica “*Às pessoas que prestam um serviço de investimento, se essa atividade for exercida de forma esporádica no âmbito de uma atividade profissional e se esta última for regulada por disposições legais ou regulamentares ou por um código deontológico da profissão que não excluam a prestação desse serviço*”. O artigo 4.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, da Comissão, de 25 de abril de 2016 (adiante RD 2017/565), detalha o que se deve entender por estas condições.

n.º 4 do artigo 294.º do CVM diz-nos quais, em concreto, desses intermediários financeiros podem fazê-lo:

- a) Os intermediários financeiros que tenham autorização para tal, sendo que esses o podem fazer relativamente a quaisquer instrumentos financeiros; entre esses intermediários financeiros incluem-se os bancos e as empresas de investimento²⁰ cujo âmbito de autorização compreenda a consultoria;
- b) Os Consultores para Investimento Autónomos (que são necessariamente pessoas singulares – cf art 301.º n.º 2 CVM), que só podem exercer a actividade relativamente a valores mobiliários;
- c) Outras entidades a quem a lei reconheça a possibilidade de exercerem a actividade²¹.

Ou seja, só estas entidades podem celebrar, como prestador, contratos de consultoria para investimento relativo a instrumentos financeiros/valores mobiliários. Um contrato de consultoria cele-

²⁰ As empresas de investimento têm hoje (a partir da entrada em vigor – 1 de Fevereiro de 2022 – do DL n.º 109-H/21, de 10 de Dezembro), um regime especial (o Regime das Empresas de Investimento – REI), que procedeu à eliminação das anteriores tipologias autónomas de empresas de investimento (vg sociedades de consultoria para investimento, sociedades gestoras de patrimónios, sociedades financeiras de corretagem) e a conseqüente consagração de um tipo único.

A definição de quais dos vários serviços de investimento e auxiliares (bem como de consultoria para investimento em depósitos estruturados) que a empresa de investimento pode, em concreto, exercer depende e é definida no acto de autorização. Esse âmbito não é irrelevante para o respectivo regime, vg para o seu capital mínimo ou para o tipo de sociedade comercial que é exigível. Por exemplo, uma empresa de investimento que só esteja autorizada a exercer a actividade de consultoria para investimento em instrumentos financeiros pode optar entre a adopção do tipo de sociedade anónima ou sociedade por quotas.

É de sublinhar que a autorização não pode incidir apenas sobre serviços auxiliares (vide artigo 8.º n.º 3 do REI).

²¹ É o caso das Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Colectivo: vide n.ºs 4 e 5 do artigo 71.º-B do Regime geral dos organismos de investimento coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro, desde que estejam simultaneamente autorizadas a exercer a actividade de gestão de carteiras.

brado por outra entidade, enquanto prestadora, será, a meu ver, nulo (ex-vi artigo 294.º do Código Civil).

Sobre esta matéria é relevante deixar ainda duas notas.

A primeira, relativa aos intermediários financeiros. Nos termos do artigo 295.º do CVM, o exercício da actividade de intermediação financeira e, portanto, da actividade de consultoria para investimento depende da autorização pela autoridade competente (vg BCE/Banco de Portugal para os bancos e CMVM para as empresas de investimento), bem como de registo prévio na CMVM²². Destinam-se estas formalidades a verificar se estas entidades possuem as condições necessárias para o exercício da actividade, entre as quais se inclui o controlo da idoneidade de titulares de participações qualificadas, da adequação dos membros dos órgãos sociais, da adequação dos fundos próprios e a da posse da organização e meios necessários para a actividade.

A segunda nota respeita aos consultores autónomos que, como acima referi, são necessariamente pessoas singulares.

Em primeiro lugar, é de sublinhar que a lei não os considera como intermediários financeiros (vide artigo 293.º n.º 1 do CVM *a contrario*). Parece haver aqui, portanto, uma derrogação da reserva de actividades de intermediação a quem seja intermediário. A solução do CVM é determinar (artigo 294.º n.º 6) que “*Aos consultores para investimento autónomos aplicam-se as regras gerais previstas para as actividades de intermediação financeira, com as devidas adaptações*”²³.

²² Vide artigo 295.º n.º 1 b) do CVM. No caso das empresas de investimento, que são autorizadas pela CMVM, o registo é officiosamente promovido por esta última (vide artigo 11.º n.º 3 do REI).

²³ A previsão da possibilidade de os Consultores Autónomos não serem intermediários financeiros e não estarem integralmente sujeitos aos requisitos que se lhes aplicam e decorrem da Directiva 2014/65/UE, de 15 de maio de 2014 (DMIF II), parece filiar-se na isenção consagrada no n.º 2 b) do artigo 3.º da mesma Directiva. Essa isenção de aplicação da Directiva tem como âmbito as entidades que “*Não estejam autorizadas a prestar qualquer serviço de investimento com excepção da recepção e transmissão de ordens em valores mobiliários e unidades de participação em organismos de investimento coletivo e/ou a prestação de serviços de consultoria para investimento relacionados com esses instrumentos*”

Em segundo lugar, é importante ter em conta que, de acordo com o n.º 1 do artigo 301.º do CVM, o exercício da actividade por parte dos consultores autónomos depende de autorização da CMVM²⁴.

Em terceiro lugar, deve ser sublinhado que a actividade dos consultores autónomos está limitada a conselhos sobre valores mobiliários, não podendo abranger outros instrumentos financeiros, como os derivados, o que parece dever explicar-se pelo âmbito da isenção da DMIF II referido na nota 23 supra. A actividade dos consultores autónomos pode compreender a recepção e transmissão de ordens relativas a valores mobiliários, nas condições definidas no n.º 5 do artigo 294.º do CVM.

3.3.2. Forma

Até à recente revisão do CVM, aprovada pela Lei 99-A/2021, de 31 de Dezembro, o CVM apontava para que o contrato de consultoria para investimento devesse ser considerado um contrato consensual. Efectivamente, não encontramos no artigo 294.º do CVM qualquer exigência quanto à forma do contrato e a redacção do artigo 321.º do CVM, que previa a exigência de forma escrita para os contratos de intermediação, limitava essa exigência aos contratos relativos aos serviços indicados nas alíneas a) a d) do artigo 293.º do CVM, não abrangendo, portanto, os contratos relativos ao serviço de consultoria para investimento.

Actualmente, porém, o artigo 321.º do CVM determina, de forma genérica, que “*Os contratos de intermediação financeira revestem forma escrita, nos termos da legislação da União Europeia (...)*”²⁵.

financeiros.” A consequência é tais pessoas não poderem beneficiar do passaporte europeu (vide n.º 3 desse artigo 3.º).

²⁴ Antes da alteração introduzida nesta disposição pelo DL n.º 109-H/2021, de 10 de Dezembro, o requisito era de registo na CMVM.

²⁵ Assinalando, com respeito ao contrato de gestão de carteira, o agravamento paulatino das exigências formais que, como assinalamos no texto, se pode também observar no caso do contrato de consultoria para investimento, vide António Barreto Menezes Cordeiro, “O Contrato de Gestão de Carteira”, pag 18.

Há, portanto, que ver que solução decorre do direito da União.

A resposta reside no RD 2017/565.

O considerando 90 desse regulamento traça a linha geral: *“A fim de garantir a segurança jurídica e de permitir que os clientes compreendam melhor a natureza dos serviços prestados, as empresas de investimento que prestem serviços de investimento ou serviços auxiliares aos seus clientes devem celebrar um acordo de base por escrito com o cliente que estabeleça os direitos e obrigações essenciais da empresa e do cliente”*.

Esta linha tem, depois, tradução no artigo 58.º do mesmo regulamento, cujo corpo determina o seguinte: *“As empresas de investimento que prestem qualquer serviço de investimento (...) a um cliente após a data de aplicação do presente regulamento devem celebrar um acordo de base por escrito com o cliente, em papel ou noutro suporte duradouro, que estabeleça os direitos e obrigações essenciais da empresa e do cliente. As empresas de investimento que prestam serviços de consultoria para investimento devem cumprir esta obrigação apenas quando é realizada uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros ou serviços recomendados.”*

A exigência de forma escrita, no caso dos contratos de consultoria para investimento, depende, portanto, de ser feita *“uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros ou serviços recomendados”*²⁶. Ou seja, depende do conteúdo do contrato. Tendencialmente, numa prestação do serviço de consultoria para investimento com carácter duradouro, e não pontual, aquela avaliação existirá. Efectivamente, se o contrato é duradouro, será natural (ainda que não necessário) que durante a vigência do mesmo sejam feitas pelo consultor apreciações periódicas da adequação das recomendações que vão sendo apresentadas.

Parece, portanto, que há que distinguir entre:

²⁶ Note-se que a redacção da norma do regulamento citada não é feliz. Literalmente, poderia ser entendida como determinando a adopção de forma escrita para a avaliação periódica e não para o contrato. Parece-me, porém, que uma leitura sistemática da mesma conduz ao sentido referido no texto.

- os contratos de consultoria que prevejam a avaliação periódica dos instrumentos recomendados (que, como referi, corresponderão tendencialmente aos contratos de consultoria duradouros), que estão sujeitos a forma escrita;

E

- aqueles que não prevejam essa avaliação (e que corresponderão tendencialmente, a contratos não duradouros), que não estão sujeitos a forma escrita.

Embora o regime sobre a forma do contrato de consultoria seja o que acima se expõe, é relevante referir que me parece difícil que o contrato de consultoria deixe de revestir forma escrita, pelo menos quando celebrado com investidores não profissionais. Note-se, com efeito, (i) que, como veremos mais à frente, a lei estabelece o conteúdo mínimo dos contratos de intermediação quando celebrados com investidores não profissionais (artigo 321.º-A do CVM), sendo que é difícil de ver como é que sem forma escrita é viável cumprir essa exigência²⁷, e (ii) o consultor tem um interesse muito relevante em poder demonstrar que cumpriu os deveres de informação a seu cargo (note-se que, de acordo com o n.º 2 do artigo 304.º-A, quando esteja em causa um dano causado por violação de deveres de informação, a sua culpa presume-se).

Note-se, adicionalmente, que a execução do contrato de consultoria celebrado com investidores não profissionais também passa pela prática de actos sujeitos a forma escrita, dessa forma contribuindo para este ambiente em que se vê com dificuldade a celebração de contratos que não adoptem essa forma. Efectivamente, à luz do disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 312.º-H do CVM e do artigo 54.º n.º 12 do RD 2017/565, as recomendações prestadas ao cliente devem revestir forma escrita.

A única explicação que vejo para a não extensão a todos os contratos de consultoria da exigência de forma escrita seria a de se

²⁷ Isto para além dos deveres de informação pré-contratuais, que são também extensos – vide artigos 312.º, 312.º-H n.º 1 e 314.º e seguintes do CVM – e que, pelo menos no caso dos do artigo 312.º, devem ser cumpridos através da entrega de documentos escritos.

querer proteger o investidor não profissional, evitando que o consultor pudesse vir a querer invocar a falta de forma para poder negar a existência de uma relação de consultoria. Mas esse perigo não existe, já que o n.º 1 do artigo 321.º do CVM expressamente determina que “(...) a nulidade por inobservância de forma dos contratos celebrados com investidores não profissionais só pode ser invocada por estes.”. Parece-me, assim, que seria mais simples e, sobretudo, mais adequado, estabelecer a exigência de forma escrita para todos os contratos de consultoria para investimento, pelo menos para com os celebrados com investidores não profissionais.

3.3.3. Conteúdo: n.ºs 1 a 3 do artigo 294.º do CVM

O terceiro elemento que se justifica analisar das pistas que nos são fornecidas pelo artigo 294.º do CVM são as que têm a ver com o seu conteúdo.

São, a este respeito, especialmente relevantes, os números 1 a 3 do artigo 294.º, bem como o que decorre do artigo 4.º n.º 4 da DMIF II, dos considerandos 14 a 17 e do artigo 9.º do RD 2017/565.

Dos números 1 a 3 do artigo 294.º podemos extrair seis elementos, que nos permitem caracterizar o dever principal ou, se se quiser, a prestação característica devida no quadro do contrato de consultoria para investimento.

Esses seis elementos são: (i) a obrigação de “prestação de um aconselhamento”, (ii) a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, (iii) quer a pedido deste quer por iniciativa do consultor, (iv) relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros – intervenção na fase anterior à decisão de investimento, (v) mediante o pagamento de uma remuneração, (vi) sendo que o aconselhamento em causa deve ser um aconselhamento “personalizado”.

Vejamos sucessivamente estes seis elementos.

3.3.3.1. O n.º 1 do artigo 294.º do CVM começa por referir “Entende-se por consultoria para investimento a prestação de um aconselhamento (...)”.

Encontramos aqui a identificação da obrigação principal que emerge deste tipo de contrato²⁸: a prestação de “um aconselhamento”, ou seja, de conselhos. O contrato de consultoria para investimento é, portanto, um contrato cujo objecto consiste na prestação de conselhos.

Um conselho é uma indicação dada por uma pessoa a outra que contém um juízo de valor sobre uma actuação futura desta última e, simultaneamente, uma exortação para que uma determinada actuação seja seguida. Pode revestir diversas formulações: desde as mais directas como “O meu conselho é que compre a acção XX”, até formulações mais indirectas como “Se estivesse no seu lugar compraria a acção XX” ou as que consistem no elencar de qualidades/vantagens de um determinado objecto ou conduta, implicitamente sugerindo a sua aquisição/adopção²⁹. O ponto central é a existência, que pode ser implícita, de um juízo de valor e de uma exortação à acção.

Não é fácil, por vezes, a distinção entre a prestação de conselhos e a mera prestação de informações³⁰.

À partida não deveria haver razões para dúvidas: por prestação de informação deve entender-se a comunicação de factos objectivos, comunicação em que estão ausentes tanto o juízo de valor como a proposta ou exortação (explícitas ou implícitas) de actuação³¹. Mas uma análise mais funda rapidamente assinala que o conselho tem,

²⁸ Estamos aqui a identificar as características do contrato de consultoria para investimento e, nesse sentido, referiremos os elementos que nos são dados pelo artigo 294.º do CVM com respeito a essa realidade. Mas, como diremos no ponto 3.3.3.3. *infra*, o regime do CVM nesta matéria pode aplicar-se, também, a situações de prestação de conselhos para investimento fora do quadro de um contrato previamente concluído para esse fim. Como consequência, parte do que for sendo referido neste e nos pontos seguintes do presente texto pode vale também para tais situações, designadamente para a sua delimitação.

²⁹ Apontando algumas situações em que o conselho é “implícito”, ver Ana Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pag 220 (nota 9).

³⁰ Que, aliás, no artigo 485.º do Código Civil, e para os efeitos aí previstos, são objecto de um regime idêntico.

³¹ Sobre estes conceitos e a sua distinção, ver o nosso “Contrato de Consultoria 2004”, pags 363 e seg e os autores aí citados, designadamente J. Sinde Monteiro e o seu “Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações”, pags 14 e seg..

na sua fundamentação, informação e que uma informação, dada de determinada forma ou num determinado contexto, pode acabar por induzir a uma actuação.

A distinção é, em qualquer caso, necessária porque se revela essencial para delimitar a actividade e os contratos que, à luz da lei, podem ser qualificados como de consultoria. Se e quando estiver em causa “apenas” a prestação de informações, não há, ainda, consultoria.

O critério é o acima referido, o da existência de um juízo de valor e uma exortação para que seja seguida determinada conduta. Nos casos de fronteira, em que não haja uma explicitação destes elementos e exista, na aparência, “apenas” prestação de informação, só estaremos perante “consultoria” quando existirem elementos (vg de contexto) mediante os quais se possa concluir que a informação foi prestada com a finalidade de influenciar a vontade do destinatário no sentido da adopção de um determinado comportamento.

Encontramos na disciplina mobiliária exemplos da distinção em apreço. Entre outros vejam-se:

- a) A norma do n.º 3 do artigo 312.º do CVM, que claramente contrapõe informações e conselhos (“*A circunstância de os elementos informativos serem inseridos na prestação de conselho, dado a qualquer título, ou em mensagem promocional ou publicitária não exime o intermediário financeiro da observância dos requisitos e do regime aplicáveis à informação em geral.*”).
- b) O regime do regulamento da CMVM n.º 3/2018 sobre a formação exigida aos colaboradores dos intermediários financeiros que prestem serviços de consultoria para investimento. O n.º 2 do artigo 2.º deste regulamento distingue o número de horas de formação exigidas consoante os colaboradores em causa se limitem a prestar informações ou prestem, também, conselhos (“*O consultor autónomo e o colaborador de intermediário financeiro que presta serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras por conta de outrem devem, tendo em vista assegurar os conhecimentos a que se refere o número anterior, ter um mínimo de 130 horas de formação,*

sendo que o colaborador de intermediário financeiro que dá informações a investidores deve ter um mínimo de 80 horas de formação.”);

- c) No entendimento da CMVM segundo o qual a prestação de informação sobre instrumentos financeiros sem ter implícito um juízo de valor se insere numa actividade de “mera” comercialização, distinta da consultoria: *“Na consultoria para investimento há um elemento subjetivo, uma vez que está implícita a existência de uma opinião do prestador do serviço, o que engloba a análise que faz do próprio instrumento financeiro, bem como da sua adequação às circunstâncias especiais de um cliente específico (suitability). Na comercialização de instrumentos financeiros, a informação prestada não tem implícita a existência de um juízo de valor, são apenas prestadas informações quanto às características do instrumento financeiro (appropriatness).”*^{32 33 34}

³² Resposta à questão 10 do documento da CMVM de 1.08.2018 intitulado “Perguntas e Respostas sobre novas regras para os mercados e instrumentos financeiros (DMIF II)”.

³³ Esta distinção entre “comercializar” e “recomendar” é, também, feita na alínea b) do n.º 4 do artigo 309.º-I do CVM.

³⁴ É também interessante assinalar a forma como esta distinção é feita noutros domínios, fora do campo do direito dos instrumentos financeiros, mas para onde, como adiante assinalaremos, o modelo da consultoria para investimento que estamos a analisar “foi exportado”. Estamos aqui a falar do regime do crédito hipotecário e da Directiva 2014/17/UE, de 4 de fevereiro de 2014 (transposta para o direito nacional pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017, de 23 de Junho e pelo Decreto-Lei n.º 81-C/2017, de 7 de Julho). Aí é previsto que os consumidores que pretendam contratar crédito hipotecário devam receber um documento informativo (designado abreviadamente por FINE) e que lhes devam ser prestadas explicações sobre o mesmo. Ora bem, encontramos no preâmbulo da Directiva o cuidado de assinalar os seguintes dois aspectos, onde avulta a distinção entre informação e consultoria (sublinhados nossos):

- “O consumidor deverá receber informações através da FINE (...). Embora a FINE deva ser personalizada e refletir as preferências expressas pelo consumidor, a prestação destas informações personalizadas não implica a obrigatoriedade de prestar consultoria. (...)”
- “O consumidor pode ainda ter necessidade de assistência adicional para decidir, de entre a gama de produtos propostos, qual o contrato de crédito que melhor se adequa às suas necessidades e à sua situação financeira. (...) Os mutuantes e, se for o caso, os intermediários de crédito deverão adaptar o modo como essas explicações são dadas às circunstâncias em que o crédito é oferecido e à necessidade de assistência do consumidor, tendo

3.3.3.2. Segundo elemento: “aconselhamento (...) a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial (...)”

Este segundo elemento do artigo 294.º n.º 1 do CVM pretende situar dentro do objecto do contrato de consultoria para investimento quer os conselhos que tenham por destinatários pessoas que tenham já realizado investimentos (e sejam já, nesse sentido, investidores efectivos), quer os que tenham por destinatários quem não tenha ainda realizado qualquer investimento em instrumentos financeiros. Tem, também, o sentido de incluir dentro do âmbito desta actividade os conselhos prestados qualquer que seja a intensidade da intenção do investidor em concretizar o investimento aconselhado. Há actividade de consultoria para investimento logo que é prestado um conselho para uma operação sobre instrumentos financeiros, mesmo que a mesma não se venha nunca a concretizar. Pretende-se que, no que ao regime da consultoria respeita, exista o mesmo patamar de protecção para investidor efectivo e para o investidor que nunca passa de potencial.

Do acima referido quanto à aplicabilidade do regime da consultoria no caso de conselhos prestados a alguém que nunca vem a concretizar qualquer transacção sobre instrumentos financeiros (e que pode não ser titular de qualquer instrumento financeiro) resulta, também, que, para se aplicar esse regime não é necessária a pré-existência de relação de clientela (no sentido que a mesma tem no CVM – cf artigo 322.º n.º 4) com a pessoa aconselhada.

3.3.3.3. “aconselhamento (...) a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer por iniciativa deste, quer por iniciativa do intermediário financeiro ou consultor para investimento autónomo (...)”

Primeira implicação deste elemento: a actividade de consultoria objecto do contrato de consultoria para investimento pode ter lugar

em conta os conhecimentos deste e a sua experiência em matéria de crédito, bem como a natureza de cada um dos produtos de crédito. Estas explicações não deverão constituir por si uma recomendação personalizada.”

por iniciativa do investidor³⁵ ou do consultor. O contrato pode prever qualquer dessas hipóteses ou ambas: pode prever que consultor deva prestar conselhos apenas a pedido do investidor ou que seja o consultor a dever tomar a iniciativa de o fazer (sempre ou quando se verifiquem determinados requisitos).

A segunda e mais relevante implicação deste elemento da caracterização da actividade de consultoria situa-se já fora das situações em que essa actividade tem por base um contrato previamente celebrado. Com efeito, ao acentuar que estão compreendidos os conselhos prestados por iniciativa do consultor, esta parte do n.º 1 do artigo 294.º do CVM parece-me ter essencialmente como objectivo trazer para o âmbito do regime do CVM nesta matéria as situações em que os consultores, por sua iniciativa, fora de um contrato concluído para esse fim e portanto sem ser no quadro de uma obrigação, oferecem um conselho. Ou seja, daqui resulta que pode haver consultoria para investimento, no sentido e para efeitos do regime do CVM, fora do quadro contratual, isto é, sem ser no quadro do cumprimento de obrigação nesse sentido já assumida³⁶.

³⁵ Sobre o âmbito do que se considera ser a iniciativa do cliente, veja-se o previsto no 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.”*

³⁶ É verdade que nos termos do n.º 5 do artigo 322.º do CVM “O consultor para investimento não pode efetuar contactos com investidores não profissionais que por estes não tenham sido solicitados”. Mas, por um lado, esta norma não se aplica aos contactos com investidores profissionais e, por outro, parece dirigir-se apenas aos consultores para investimento autónomos e não aos intermediários financeiros (nesse sentido aponta o facto de a expressão “consultor para investimento” ter sido, em anteriores redacções do artigo 294.º do CVM, a forma de designar os que actualmente são designados por consultores para investimento autónomos). Assim sendo, a situação que referimos no texto pode ocorrer, por exemplo, quando um banco toma a iniciativa de aconselhar um seu cliente, com quem não tem celebrado um contrato de consultoria, à realização de uma operação sobre instrumentos financeiros.

3.3.3.4. “aconselhamento (...) a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer por iniciativa deste, quer por iniciativa do intermediário financeiro ou consultor para investimento autónomo, relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros”

Caracteriza-se aqui o conteúdo dos conselhos que constituem o objecto do contrato³⁷ de consultoria para investimento.

Trata-se, em primeiro lugar, de conselhos que operam sobre o momento anterior à tomada de uma decisão de investimento e que, como já vimos, visam influenciá-la. O que este excerto do n.º 1 do artigo 294.º vem esclarecer é que os conselhos para investimento em causa são “todos” os que tomem por referência instrumento financeiros³⁸, qualquer que seja o tipo de operação sobre instrumentos financeiros que esteja em causa: a sua aquisição, a sua alienação, o exercício de direitos emergentes desses instrumentos, etc.

Note-se, em segundo lugar, que os conselhos podem também dirigir-se a um *non facere*. O conselho de “não venda” ou “não exerça o direito” é, também, um conselho que integra a consultoria para investimento e que é, nesse sentido, abrangido pelo regime do CVM.

3.3.3.5. A quinta nota sobre o conteúdo do contrato de consultoria para investimento é uma que não se encontra explicitamente prevista nos n.ºs 1 a 3 do artigo 294.º do CVM: a consultoria para investimento é um serviço que é, normalmente, remunerado. Isso decorre, como já assinalámos atrás, da profissionalidade que caracteriza a actividade de intermediação e é, também, sinalizado pelo artigo 289.º n.º 3 c) do CVM, quando, a propósito da exclusão do âmbito da reserva dos intermediários financeiros aí prevista, alude à prestação de conselhos “não especificamente remunerados”.

Mas não podemos retirar daqui que um contrato de consultoria para investimento celebrado por um intermediário financeiro que não preveja o pagamento de uma remuneração por parte do inves-

³⁷ Ou de uma situação em que há prestação desses conselhos fora de um quadro contractual prévio.

³⁸ No caso dos consultores autónomos, como acima assinalámos, a lei limita o seu âmbito de actuação aos conselhos sobre valores mobiliários (vide n.º 4 do artigo 294.º do CVM).

tidor fica fora do tipo que estamos a caracterizar. A estipulação, nesses termos, de uma remuneração a pagar pelo investidor, não é elemento essencial deste contrato. O que pretendemos assinalar é que há sempre algum elemento de “onerosidade”, no sentido de que o prestador do serviço de consultoria não presta esta última de forma desinteressada. No caso dos intermediários financeiros, o que normalmente sucede é uma de duas situações: ou, como adiante assinalaremos a propósito da consultoria não independente, o intermediário é remunerado por via das retrocessões que lhe são pagas pelos emitentes dos instrumentos adquiridos pelo investidor (na sequência do conselho do intermediário); ou, noutra hipótese, o intermediário presta os conselhos porque estes conduzem à aquisição pelo investidor de outros serviços de investimento ou bancários por ele prestados, que serão, esses sim, remunerados.

3.3.3.7. “(...) um aconselhamento **personalizado** (...)”

Este é um elemento central da caracterização do objecto do contrato de consultoria para investimento. Só estamos perante este tipo de contrato se o mesmo tiver por objecto conselhos para investimento personalizados.

Diz-nos o n.º 2 do artigo 294.º do CVM que “*existe aconselhamento personalizado quando é feita uma recomendação a uma pessoa, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, que seja apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento*”³⁹.

A chave desta característica está, portanto, na relação com uma pessoa concreta e em o conselho “ser função” dessa pessoa. A consultoria para investimento é aquela que é prestada a investidores determinados, tendo em vista e ponderando a sua situação concreta (o seu património, o seu perfil de risco, os seus objectivos e tolerân-

³⁹ A redacção está próxima do previsto no artigo 9.º do RD 2017/565: “(...) *entende-se por aconselhamento personalizado uma recomendação feita a uma pessoa na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial ou na sua qualidade de agente de investidor efetivo ou potencial. Essa recomendação deve ser apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou basear-se na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa (...)*”.

cia de perdas, etc⁴⁰). Pressupõe, assim, uma relação com um determinado investidor, sendo, nesse quadro, que o n.º 3 do mesmo artigo 294.º do CVM vem esclarecer que *“Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente ao público”*^{41 42}.

⁴⁰ Este conhecimento do investidor e das suas características é, como veremos à frente, essencial para o cumprimento pontual do dever que emerge do contrato de consultoria. Só assim se conseguem ter em conta, por exemplo, necessidades de liquidez do investidor, que podem recomendar restrições quanto ao horizonte do investimento, ou a sua tolerância ao risco e capacidade de suportar perdas, que podem determinar exclusões de determinados tipos de investimentos financeiros ou graus diferentes de diversificação da carteira/limites de concentração (ver, neste sentido, as lições da chamada *modern portfolio theory*).

⁴¹ Este número 3 do artigo 294.º do CVM tinha, antes da Lei 35/2018, de 20 de Julho, a redacção seguinte: *“Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público.”* Foi, porém, entendido que o meio de comunicação (o canal) não era o elemento aqui relevante, pois o canal público pode ser usado para veicular conselhos personalizados/dirigidos a um investidor determinado. Daí a alteração de redacção. Isto mesmo foi explicado no considerando 14 do RD 2017/565: *“O aconselhamento sobre instrumentos financeiros dirigido ao público em geral não deve ser considerado um aconselhamento personalizado (...). Tendo em conta o número crescente de intermediários que prestam aconselhamento personalizado através da utilização de canais de distribuição, há que clarificar que um aconselhamento prestado, ainda que exclusivamente, através de canais de distribuição, tais como a Internet, pode ser considerado um aconselhamento personalizado. Por conseguinte, situações em que, por exemplo, seja utilizada correspondência por correio eletrónico para prestar aconselhamento personalizado a uma determinada pessoa, em vez de dirigir a informação ao público em geral, podem ser consideradas consultoria para investimento.”*

⁴² O Considerando 15 do RD 2017/565 trata de uma situação de consulta genérica, no sentido de ser sobre um tipo de instrumento financeiro, mas que, no contexto concreto em que é realizada (porque é criada a aparência de ser adequada a esse investidor ou tendo tido em conta as suas circunstâncias), pode constituir uma violação dos deveres do prestador de serviços de investimento em causa (*“A consultoria acerca de um tipo de instrumento financeiro não constitui consultoria para investimento para efeitos da Diretiva 2014/65/UE. No entanto, se uma empresa de investimento prestar consultoria genérica a um cliente acerca de um tipo de instrumento financeiro que apresente como adequado para ele ou que se baseie numa ponderação das circunstâncias do mesmo e se essa consultoria não for efetivamente adequada para o cliente em causa ou não se basear numa ponderação das suas circunstâncias específicas, a empresa é suscetível de estar a atuar em infração do artigo 24.o, n.os 1 ou 3, da Diretiva 2014/65/U (...).”*).

É esta característica do contrato de consultoria para investimento que o permite distinguir de contratos relativos a serviços próximos dessa consultoria.

O caso mais relevante é o do *research*, ou seja, da prestação de recomendações de investimento, a que se reporta o artigo 12.º-A do CVM e que constitui um serviço de investimento auxiliar (cf artigo 291.º c) do CVM – “*A elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros*”). Estão em causa, como na consultoria para investimento, recomendações sobre instrumentos financeiros ou operações a eles relativas. Mas, diferentemente da consultoria para investimento, trata-se de recomendações “genéricas”, isto é não elaboradas tendo em vista a situação de um investidor determinado⁴³.

3.3.4. Consultoria para investimento numa base independente ou não independente

A última pista do artigo 294.º que analisaremos tem a ver com a qualificação da consultoria como independente ou não independente (n.ºs 7 e 8 do artigo 294.º).

A DMIF II introduziu uma distinção entre a consultoria prestada para investimento prestada numa base independente e aquela que é prestada numa base não independente (cf artigos 24.º n.ºs 4 a) e 7 dessa Directiva). Estas disposições da DMIF II tiveram depois tradução nos n.ºs 7 e 8 do artigo 294.º do CVM e foram desenvolvidas pelos artigos 52.º e 53.º do RD 2017/565.

Sobre estas duas diferentes “bases” para a prestação do serviço de consultoria para investimento parece-nos importante deixar cinco notas.

A primeira nota tem a ver com o esclarecimento do que são estas “bases”. Parece-me importante assinalar, a esse respeito, que não estão em causa diferenças que contendam com as características

⁴³ Vide, sobre o regime destas recomendações genéricas, o Regulamento Delegado (UE) 2016/958, de 9 de Março e os artigos 36.º e 37.º do RD 2017/565.

da consultoria para investimento que atrás analisámos. Quer a consultoria em base independente, quer aquela que é prestada em base não independente comungam da caracterização feita nos pontos anteriores, o mesmo valendo para o contrato com base no qual sejam prestadas. Do que se trata, como adiante veremos mais em detalhe, é do estabelecimento de dois diferentes regimes jurídicos quanto a um conjunto de aspectos relacionados com a gestão de potenciais conflitos de interesse em que o consultor pode incorrer. Mas o ponto a assinalar nesta primeira nota é o de que como estas duas diferentes bases/regimes jurídicos são configuradas de forma “binária” (ou é uma ou é outra, *tertio non datur*), têm associado um diferente *nomen juris* (independente ou não independente) e a indicação sobre se a consultoria a prestar é uma ou outra tem de ser dada ao investidor numa fase pré-contratual (vide artigo 24.º n.º 4 da DMIF II, artigo 53.º n.º 3 do RD 2017/565 e artigo 312.º-H n.º 1 a) do CVM), alcança-se uma solução que permite ao investidor perceber melhor e “à cabeça” qual o quadro em que o serviço lhe vai ser prestado. Consegue-se, assim, quanto ao ponto do conflito de interesses, uma solução informativa mais sistemática e transparente.

A segunda nota tem a ver com o regime que se encontra associado a estes *nomen juris* “independente” e “não independente”. O método seguido pela lei é o de enunciar expressamente os aspectos de regime de que a qualificação como independente depende, deduzindo-se, *a contrario*, e sem prejuízo da última nota que adiante faremos, que na consultoria “não independente” esses requisitos podem não ser observados.

Como acima referimos, do que se trata é de diferentes regimes respeitantes a temas de conflitos de interesse. O regime previsto para a consultoria que se pretenda classificar como de “independente” é um regime que contém um conjunto de soluções que visam gerir *ex-ante* (isto é, preventivamente, antes e independentemente do surgimento de uma concreta situação) um conjunto de conflitos de interesse em que o consultor está, em abstracto, envolvido:

- o conflito entre o interesse de agir no melhor interesse do cliente e o interesse de recomendar ao cliente instrumentos financeiros emitidos por si ou por entidades relacionadas;

- o conflito entre o interesse de agir no melhor interesse do cliente e o interesse de recomendar ao cliente instrumentos financeiros cujo emitente lhe pague alguma forma de remuneração (função da aquisição desses instrumentos pelo cliente) ou, mais em geral, o interesse em receber algum tipo de remuneração por/para orientar o seu conselho de determinada forma.

Neste quadro, o consultor que se pretenda apresentar como prestando consultoria “independente”:

- a) “*Avalia⁴⁴ uma gama suficientemente diversificada de instrumentos financeiros disponíveis no mercado quanto ao tipo e aos emitentes ou distribuidores, de modo a garantir que os objetivos de investimento do cliente são adequadamente satisfeitos (...)*” (alínea a) do n.º 7 do artigo 294.º do CVM), não podendo limitar-se a instrumentos financeiros emitidos ou comercializados pelo próprio, entidades que com ele tenham relações de grupo, domínio ou de participação igual ou maior

⁴⁴ Avalia tem aqui o sentido de “analisa”. Ou seja, pretende-se que o consultor, no processo de escolha dos instrumentos financeiros a recomendar ao cliente, analise uma gama vasta dos mesmos, gama essa que não pode ficar limitada aos instrumentos próprios/de entidades ligadas. O que se pressupõe, entre outros aspectos, é que, sendo feita essa análise vasta de instrumentos financeiros, se alcança com grau elevado de certeza um objectivo: que só são recomendados ao cliente instrumentos financeiros próprios/de entidades ligadas se eles forem, apesar dessa característica, os melhores para o interesse do cliente.

O que se pretende, portanto, é uma comparação imparcial e adequada dos vários instrumentos disponíveis, isto mesmo quando se trate de consultores especializados em determinados tipos de instrumentos. Veja-se, por exemplo, o que é dito no Considerando 71 do RD 2017/565: “*O âmbito do aconselhamento prestado pelas empresas de investimento a título independente pode ir do mais amplo e geral ao mais especializado e específico. A fim de assegurar que o âmbito do aconselhamento permite uma comparação imparcial e adequada entre os diferentes instrumentos financeiros, os consultores para investimento especializados em determinadas categorias de instrumentos financeiros e centrados em critérios que não têm por base a estrutura técnica do instrumento em si mesmo, como investimentos «verdes» ou «éticos», devem respeitar determinadas condições se se apresentarem como consultores independentes*”. Este aspecto é, depois, objecto da norma do n.º 2 do artigo 53.º deste Regulamento.

que 20% ou outras entidades com as quais o consultor tenha “relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado” (alínea b) do n.º 7 do artigo 294.º do CVM)⁴⁵;

- b) “(...) não pode aceitar ou auferir para si qualquer remuneração, comissão ou benefício monetário ou não monetário, pago ou concedido por terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro, em relação à prestação do serviço aos clientes, com exceção de benefícios não pecuniários de montante não significativo (...)” que caibam nos apertados limites previstos na lei (artigo 313.º-B n.º 1 do CVM)^{46 47}.

A terceira nota respeita às situações em que o mesmo consultor presta consultoria simultaneamente nas duas bases. Pretende-se, nesse caso, que o cliente não seja confundido quanto a qual é a base em que a consultoria lhe é prestada: esse é, como dissemos, o grande objectivo da previsão daquelas duas bases. O Considerando 72 do RD 2017/565 é claro a este respeito: “Permitir que o mesmo consultor preste consultoria numa base independente e não independente pode

⁴⁵ Este regime relativo ao dever de analisar uma gama alargada de instrumentos é objecto de outras disposições, de que se sublinham a já referida alínea a) do n.º 7 do artigo 24.º da DMIF II, os artigos 52.º e 53.º do RD 2017/565 e a Secção 5 das Q&A da Esma sobre a DMIF II. É de destacar, nesse âmbito, o regime do n.º 1 do artigo 53.º do RD 2017/565, que detalha o que deve ser o processo de selecção dos instrumentos financeiros para dar cumprimento aos deveres referidos no texto. Saliente-se, ainda, a norma do n.º 4 do artigo 52.º do mesmo Regulamento, da qual decorre que o consultor que inclua instrumentos próprios/de entidades ligadas na gama de instrumentos por si analisados, deve identificar estes últimos, de modo a poder distingui-los perante o cliente dos emitidos por entidades não relacionadas.

⁴⁶ Este regime dos “benefícios” ou, como são designados em inglês, “*inducements*”, é objecto de uma disciplina extensa. Para além da disposição específica em matéria de consultoria para investimento independente (também aplicável à gestão de carteiras) previsto no artigo 313.º-B do CVM, vide o regime geral dos artigos 313.º, 313.º-A, 313.º-C e 313.º-D do mesmo código, o artigo 24.º n.º 7 b) da DMIF II, artigos 11.º a 13.º da Directiva Delegada (UE) 2017/593, de 7 de abril de 2016, as secções 7 e 12 das Q&A da ESMA sobre a DMIF II. Entre estas normas inclui-se aquela que obriga o consultor a devolver ao cliente os benefícios que eventualmente tenha recebido.

⁴⁷ Sobre a distinção entre as duas bases de consultoria, ver ainda o ponto 9 das “Perguntas e Respostas da CMVM de 1.08.2018.

criar confusão para o cliente. A fim de assegurar a compreensão, por parte dos clientes, da natureza e da base da consultoria para investimento prestada, deverão ser também estabelecidos determinados requisitos em matéria de organização.”

O regime é sintetizado pelo n.º 8 do artigo 294.º do CVM: “*Os intermediários financeiros exercem a atividade de consultoria para investimento independente de forma segregada de outros serviços de consultoria prestados, nos termos da legislação da União Europeia”.*

A segregação exigida é, desde logo, funcional e organizativa, exigindo-se, tendencialmente, equipas separadas, pelo menos nos aspectos que tenham a ver com o relacionamento com os clientes (já o mesmo não se dirá das equipas de *back office*, que não contactam com clientes⁴⁸). Exige-se, também, algum grau de segregação física, a necessária para que um cliente que se dirija às instalações do consultor não fique com dúvidas sobre o tipo de consultoria que está em causa^{49 50}

⁴⁸ Mais discutível é a situação das equipas que tratam da selecção dos investimentos. Dada a diferença de requisitos quanto à gama de instrumentos considerados e a necessidade de o consultor fazer prova do seu cumprimento, tenderíamos a ver a sua separação como, pelo menos, conveniente. Veja-se, como podendo ser lido neste sentido, a parte final da alínea c) do n.º 3 do artigo 53.º do RD 2017/565.

⁴⁹ Sobre estes pontos, a FAQ 9 da CMVM atrás citada refere: “*Caso o intermediário financeiro preste os serviços de consultoria para investimento independente e não independente deve fazê-lo de forma segregada, através de instalações físicas e estruturas funcionais e hierárquicas separadas.*”. Penso que esta linha de orientação deve ser sempre lida em função do objectivo que a norteia: evitar a confusão por parte do cliente quanto à base em que a consultoria é prestada. Nesse quadro, por exemplo, quanto às estruturas hierárquicas, vide o que se referiu no texto e a evidência de que, em qualquer organização, essas estruturas confluem necessariamente para chefias comuns. Quanto às instalações físicas, parece-me, dentro do mesmo critério, que não se pretende impor que a consultoria seja necessariamente prestada em locais diferentes: pode tratar-se do mesmo prédio e, até, do mesmo andar, desde que os dois serviços tenham depois zonas de recepção dos clientes diferentes e bem identificadas. O mesmo critério deve guiar a concepção e estrutura de *sites* do consultor.

⁵⁰ Parece ser à luz desta mesma preocupação de evitar confusão nos clientes quanto à base em que a consultoria é prestada que se deverá entender a regra segundo a qual os consultores autónomos, diferentemente dos intermediários financeiros, só poderão prestar consultoria numa das duas bases (independente ou não independente) e não nas duas simultaneamente. Embora o seu sentido não seja completamente claro, parece que é isso que se

A quarta nota tem a ver com a tradução da distinção de que vimos tratando no contrato de consultoria. Como veremos mais adiante, não só há, logo na fase pré-contratual, uma exigência de informação do cliente sobre qual a base em que a consultoria será prestada (que inclui a explicação de forma clara e concisa por que razão a consultoria para investimento se qualifica como independente ou não independente— vide artigo 52.º n.º 1 do RD 2017/565), como, naturalmente, o texto do contrato deverá ser, a esse respeito, inequívoco.

A última nota visa eliminar algum equívoco que se possa gerar acerca da consultoria não independente. Esta não está sujeita ao regime que acima descrevemos: as exigências em matéria de gama de instrumentos a analisar pelo consultor não são as mesmas e não existe uma proibição de receber “*inducements*”. Mas, e é esse o ponto que se pretende assinalar, a consultoria não independente não equivale a poder desconsiderar o interesse do cliente. Pelo contrário, como veremos adiante, o dever de actuar no melhor interesse do cliente é plenamente aplicável, existem regras de informação ao cliente no que respeita à gama de instrumentos financeiros que o consultor analisará e considerará nos conselhos prestados (veja-se, por exemplo, o disposto no n.º 2 do artigo 52.º do CVM) e o mesmo vale para os “*inducements*”, em que o consultor não independente tem de respeitar o regime apertado dos artigos 313.º e 313.º-A do CVM, bem como o do artigo 11.º da Directiva Delegada 2017/593. O mesmo vale (no sentido em que se aplica tanto aos consultores independentes como não independentes) para o dever de o consultor entregar ao cliente um documento explique o modo como o conselho prestado “cumpre os objetivos do cliente e como corresponde às suas circunstâncias pessoais” (vide artigo 54.º n.º 12 do RD 2017/565). Como dissemos no início desta parte do texto, a consultoria independente traduz apenas um regime diverso destinado a alcançar uma prevenção *ex-ante* de conflitos de interesse e, assim, assegurar, à partida, ao cliente aquilo com que pode, nessa matéria, contar.

depreende do n.º 8 do artigo 308.º do CVM, bem como da última frase da alínea c) do n.º 3 do artigo 53.º do RD 2017/565.

Não é mais do que isso. A consultoria não independente é, portanto, apenas uma consultoria em que essa prevenção *ex-ante* não está assegurada: o consultor está, também nela, obrigado a prosseguir o melhor interesse do cliente e a gerir a essa luz conflitos de interesse que surjam, só que, neste caso, perante a situação concreta^{51 52}.

3.4. As demais regras do CVM relevantes para a caracterização do contrato de consultoria para investimento: regras relativas à formação, conteúdo mínimo e execução do contrato

Nos pontos anteriores procurámos elementos para a caracterização do contrato de consultoria para investimento com base na sua qualificação como serviço de investimento e nas pistas que nos são dadas pelo artigo 294.º do CVM.

Proseguiremos com a identificação de aspectos que decorrem do regime geral dos contratos de intermediação financeira (que nos parecem aqui aplicáveis, apesar de, como já referimos, o contrato de consultoria para investimento não ser, como tal, nomeado na sec-

⁵¹ Por exemplo: o consultor não independente pode, em abstracto, dentro das condições dos artigos 313.º e 313.º-A do CVM, receber “*inducements*”. Mas, se esse recebimento se mostrar, em concreto, gerador de um conflito de interesse de tal modo grave que se mostra incompatível com o prosseguimento do interesse do cliente, o consultor não independente não o deve receber.

⁵² Sobre as duas bases em que a consultoria pode ser prestada ver, entre outros, Ana Perestrelo de Oliveira, ob. cit, pags 223-224, onde afirma “(...) a *DMIF II*, ao invés de pretender evitar em geral os conflitos de interesse, procura garantir que o cliente conhece a existência de tais perigos e se encontra em condições de avaliar correctamente o conselho prestado. Por isso, entre os deveres informativos a que já aludimos, encontra-se, acima de tudo, a necessidade de indicar ao cliente se a consultoria é prestada numa base independente ou não. (art. 24.º 4 e 7). As diferenças de regime entre a consultoria em base independente e não independente são fundamentais, de tal maneira que hoje a primeira grande opção que se coloca ao consultor é, como dissemos, a de “ser ou não ser independente””. Cf., ainda, José Ferreira Gomes, ob. cit., pags 245-246 e Bernardo Cortes, “O regime dos *inducements* à luz da *DMIF II*”, Revista de Direito das Sociedades *XI* (2019), 3-4, pags 478-480.

ção dedicada a esses contratos⁵³) e, designadamente, com a identificação de aspectos ligados à formação e execução do contrato em causa, bem como ao respectivo conteúdo, avultando aí a sinalização do conjunto de deveres a que está sujeito o consultor, decorrentes do regime do exercício da actividade de intermediação financeira (vg Secção III do Capítulo I do Título VI – artigos 304.º e ss).

3.4.1. Formação do contrato

Na formação dos contratos de intermediação financeira são aplicáveis extensos deveres de informação (vide artigo 312.º do CVM).

A eles acrescem os deveres especificamente previstos para a formação do contrato de consultoria para investimento e que estão consagrados no artigo 312.º-H n.º 1 (bem como no artigo 24.º n.º 4 da DMIF II e no artigo 52.º do RD 2017/565). Entre estes deveres específicos, sublinham-se os que respeitam à informação sobre:

- a) Base: o serviço é prestado a título de consultoria independente ou não;
- b) Gama de instrumentos financeiros: indicação sobre se o aconselhamento tem por base uma análise ampla ou limitada de diferentes tipos de instrumentos financeiros e, designadamente (o que só é possível na consultoria não independente), se inclui apenas instrumentos financeiros emitidos ou comercializados pelo próprio consultor/entidades ligadas; remetemos, aqui, para o que já se escreveu acima acerca da gama de instrumentos financeiros que o consultor deve ter em conta;
- d) Continuidade: indicação sobre se será apresentada ao investidor uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros recomendados;

⁵³ Estamos, como já se assinalou, inequivocamente, perante um contrato que tem por objecto, tal como os nomeados no Capítulo II do Título VI do CVM, serviços de intermediação financeira e, portanto, perante um contrato de intermediação financeira. [Nota – atenção que nas provas, esta nota tem um texto igual ao da anterior, quando o texto deve ser este]

- e) ESG: Informação sobre como consultor integra os riscos de sustentabilidade na selecção dos instrumentos financeiros a recomendar⁵⁴.

Quer as disposições do artigo 312.º do CVM, quer as acima referidas mais específicas do contrato de consultoria para investimento, não nos dizem, em concreto, qual a profundidade da informação a prestar sobre as matérias em causa, nem a antecedência com que deve ser prestada.

A resposta está nos n.ºs 1 e 2 do artigo 312.º mas depende do investidor concreto:

- *“O intermediário financeiro presta, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada”;*
- *“A extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente.”.*

Não o diz a norma citada, mas o mesmo vale para a antecedência com que a informação é prestada, que também deve ser adequada

⁵⁴ Esta obrigação decorre do n.º 2 do artigo 6.º do Regulamento 2019/2088, de 27 de Novembro, habitualmente designado por SFDR, que prevê o seguinte:

“Os consultores financeiros incluem, na divulgação de informações pré-contratuais, descrições dos seguintes elementos:

- a) O modo como os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nos seus serviços de consultoria para investimento ou aconselhamento em matéria de seguros; e*
- b) O resultado da avaliação dos potenciais impactos dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos financeiros sobre os quais prestem aconselhamento. Sempre que os consultores financeiros considerarem que os riscos em matéria de sustentabilidade não são relevantes, as descrições referidas no primeiro parágrafo devem incluir uma explicação clara e concisa das razões para tal”.*

A partir de 2 de Agosto de 2022, com a entrada em vigor da alteração ao RD 2017/565, o artigo 52.º deste último, que, nos seus primeiros números, regula a informação a prestar pelo consultor na fase pré-contratual, passou a prever que o consultor forneça ao cliente “se aplicável, os fatores de sustentabilidade tomados em consideração no processo de selecção dos instrumentos financeiros;”.

ao perfil do cliente e ao tempo necessário que ele, atendendo a esse perfil, necessitar para apreender e entender a informação.

Percebe-se, assim, que o cumprimento do dever de informação pré-contratual por parte do consultor (ou, pode dizer-se, de qualquer intermediário financeiro) exige que o mesmo conheça o seu cliente e, portanto, obtenha previamente informação sobre o mesmo⁵⁵. Percebe-se, também, como este aspecto da adequação da informação se relaciona com o que atrás já vimos ser uma das razões de ser da previsão da existência e intervenção dos intermediários financeiros: a modulação da informação ao investidor concreto. Trata-se de algo essencial para atingir o objectivo de assegurar uma decisão de investimento esclarecida e fundamentada por parte do investidor. Uma prestação de informação de forma standardizada não seria suficiente para esse objectivo: é necessário adequar a informação às características de cada investidor e esse é um dos papéis essenciais dos intermediários financeiros.

Uma nota final sobre o regime do artigo 322.º n.º 1 do CVM e do “direito de arrependimento” nele consagrado. Trata-se de uma disposição que prevê a eficácia diferida da formação do contrato com investidores não institucionais, fora do estabelecimento, sem solicitação e sem relação de clientela. Nela é referido que é aplicável às ordens para execução de operações e aos contratos de gestão de carteira. Nada se diz sobre o contrato de consultoria para investimento. E penso que se trata de uma disposição que não lhe é aplicável, por me parecer ter em vista apenas os contratos de que emerge ou pode emergir uma modificação do património do investidor. Não é esse o caso do contrato de consultoria: dele só pode resultar o cliente receber conselhos. Se, depois, os seguir, realizando as operações aconselhadas, já estaremos perante outra situação jurídica (no caso, perante ordens para a realização de operações).

⁵⁵ Veja-se o n.º 5 do artigo 54.º do RD 2017/565 (aqui citado já na redacção que vigora a partir de 2 de Agosto de 2022): “As informações relativas aos objetivos de investimento do cliente efetivo ou potencial devem incluir, sempre que for relevante, as informações sobre o período durante o qual o cliente pretende deter o investimento, as suas preferências relativamente à assunção do risco, a sua tolerância ao risco, o objetivo do investimento e, adicionalmente, as suas preferências em matéria de sustentabilidade.”.

3.4.2. Conteúdo mínimo

O contrato de consultoria para investimento, como contrato relativo a um serviço de intermediação financeira, parece-nos estar sujeito ao regime do artigo 321.º-A do CVM, de onde decorre que os contratos celebrados com investidores não profissionais devem observar um conteúdo mínimo, a saber:

- a) Identificação completa das partes, morada e números de telefone de contacto;
- b) Indicação de que o intermediário financeiro está autorizado para a prestação da atividade de intermediação financeira;
- c) Descrição geral dos serviços a prestar, bem como a identificação dos instrumentos financeiros objecto dos serviços a prestar;
- d) Indicação dos direitos e deveres das partes, nomeadamente os de natureza legal e respectiva forma de cumprimento, bem como consequências resultantes do incumprimento contractual imputável a qualquer uma das partes;
- e) Indicação da lei aplicável ao contrato.

3.4.3. Execução do contrato

A execução do contrato de consultoria para investimento, neste caso, o cumprimento da sua obrigação característica, materializa-se, como já vimos, na prestação de conselhos.

O que se pretende aqui assinalar é que, quando se esteja perante investidores não profissionais, decorre dos n.ºs 2 e 3 do artigo 312.º-H e do n.º 12 do artigo 54.º do RD 2017/565 que (i) o conselho deve revestir forma escrita e (ii) deve ter um conteúdo mínimo, a saber:

- A indicação da base, independente ou não independente do aconselhamento prestado;
- Se foi prestado por iniciativa do investidor ou do consultor;
- Um resumo do conselho prestado/indicação dos instrumentos financeiros objecto desse conselho;

- A indicação da ratio do conselho, ou seja, do modo como o conselho dado é adequada ao investidor, incluindo o modo como cumpre os objetivos do cliente e como corresponde às suas circunstâncias pessoais, com referência ao prazo de investimento solicitado, aos conhecimentos e experiência do cliente e à atitude do cliente em relação ao risco e à sua capacidade de suportar perdas – isto feito de uma forma concreta e não com frases genéricas⁵⁶; a partir de 2 de Agosto de 2022, esta ratio deve também incluir o modo como a recomendação é adequada ao cliente atendendo às suas preferências em matéria de sustentabilidade⁵⁷.

Esta obrigação de documentação do conselho prestado existe mesmo que o mesmo seja de *non facere* (não vender/não exercer direitos)..

Por último, refira-se que me parece dever também revestir forma escrita, quando tenha sido convencionada a sua existência, a revisão periódica⁵⁸, com adaptação a novas circunstâncias, dos conselhos anteriormente dados.

⁵⁶ Por exemplo, é muito importante neste documento evidenciar identificar a volatilidade do instrumento financeiro recomendado (ou, se a consultoria é prestada por referência a uma carteira, a volatilidade desta após aquisição ou alienação recomendadas), se a mesma se adequa ao perfil de risco do cliente e como é que se compatibiliza com os limites de concentração para ele definidos.

⁵⁷ Isso decorre do n.º 12 do artigo 54.º do RD 2017/565, na redacção introduzida pelo Regulamento Delegado (UE) 2021/1253, de 21 de abril (em vigor a partir de 2 de Agosto de 2022).

Note-se que o regulamento (art.º 54/10), nesta nova redacção, passa a dedicar uma atenção especial ao cumprimento das preferências do cliente nesta matéria da sustentabilidade: *não devem ser recomendados instrumentos financeiros que não correspondam às preferências do cliente em matéria de sustentabilidade de um cliente quando não for esse o caso*; e “*Se nenhum instrumento financeiro corresponder às preferências em matéria de sustentabilidade do cliente ou potencial cliente e este decidir adaptar as suas preferências, a empresa de investimento deve conservar registos da decisão do cliente, incluindo a respetiva justificação.*”.

⁵⁸ O n.º 12 do artigo 54.º do RD 2017/565 apelida-os de “relatórios periódicos”.

3.4.4. Conteúdo – deveres gerais

A celebração de um contrato de consultoria para investimento desencadeia a aplicação à situação assim criada de um conjunto de deveres⁵⁹, decorrentes do regime do exercício da actividade de intermediação financeira (vg Secção III do Capítulo I do Título VI – artigos 304.º e ss do CVM), designadamente:

- a) Dever de atuar com diligência, num grau – artigo 304.º n.º 2 – que é definido pela expressão “de acordo com elevados padrões de diligência”; corresponde a um dever de actuação com disponibilidade, de forma informada e competente (de acordo com a *legis artis*/com racionalidade);
- b) Dever de lealdade – “Nas relações com todos os intervenientes no mercado, os intermediários financeiros devem observar os ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de (...), lealdade e transparência” (artigo 304 n.º2);
- c) Deveres em matéria de organização interna (artigos 305.º a 305.º-E);
- d) Deveres em matéria de salvaguarda de bens dos clientes (artigos 306.º a 306.º-G);
- e) Registo e conservação de documentos (artigos 307.º a 307.º-B)
- f) Deveres em matéria de subcontratação (artigos 308.º e 30.º a 32.º RD 2017/565);
- g) Deveres em matéria de conflitos de interesse e realização de operações pessoais (artigos 309.º, 309.º – A e 28.º a 35.º RD 2017/565);
- h) Deveres de defesa do Mercado (artigos 310.º a 311.º);
- i) Deveres de Informação (artigos 312.º e 312.º-H e 323.º);
- j) Deveres respeitantes aos “*inducements*” – benefícios permitidos/ilegítimos (artigo 313.º a 313.º-C);
- k) Deveres em sede de apreciação do carácter adequado das operações sobre instrumentos financeiros (artigos 314.º a 314.º-D)

⁵⁹ Ainda que alguns deles não consubstanciem um dever específico perante os clientes, como por exemplo parece ser o caso dos deveres de organização – cf A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Setembro de 2017, pag 293.

e artigo 54.º do RD): como veremos, trata-se de uma das concretizações do dever de lealdade acima mencionado em b);

- l) Deveres de reporte de operações (artigo 315.º);
- m) Deveres de categorização de investidores (artigos 317.º a 317.º-D e 30.º).

A primeira nota sobre este conjunto de deveres é para sublinhar a chuva grossa de deveres que o código contém, num acastelamento em catadupa, atropelado (provavelmente, alguns não justificariam uma previsão autónoma) e pouco sistematizado.

Apesar de tudo, pode procurar-se, na linha de António Barreto Menezes Cordeiro⁶⁰, arrumar estes deveres, distinguindo o dever principal que emerge do contrato de consultoria para investimento (o dever de prestar conselhos), os deveres gerais que moldam a forma de cumprimento daquele (essencialmente, os dois primeiros da lista supra), outros deveres de conduta e, finalmente, deveres de organização (essencialmente, os das alíneas c) e f) supra).

3.4.5. Conteúdo: o dever de lealdade

Como se deve compreender o dever de lealdade?

A resposta é: tendo presente que a relação que se estabelece entre o investidor e o consultor é uma relação fiduciária.

A actividade de consultoria para investimento apresenta uma dimensão ou qualidade fiduciárias, no sentido em que coloca a prossecução do interesse de determinada pessoa a cargo de quem não é juridicamente o seu directamente interessado⁶¹.

⁶⁰ António Barreto Menezes Cordeiro, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, ob. cit. pags 289-290 e, aplicando essa chave ao contrato de gestão de carteira, “O Contrato de Gestão de Carteira”, ob. cit., pag 20.

⁶¹ No sentido exposto no texto da natureza fiduciária da relação de intermediação e do intermediário financeiro como fiduciário, ver António Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit. pags 261 e seguintes e, depois, pags 285 e seguintes., bem como “O Contrato de Gestão de Carteira, ob. cit., pags 22 e seguintes.

Essa colocação da satisfação de um interesse próprio a cargo de outrem (esse contrato) assenta, porque pressupõe, numa relação de confiança ou de fidúcia. Por sua vez, a relação de confiança/fiduciária depende e vive de uma determinada “forma de agir” no cumprimento do contrato por parte do fiduciário, ou seja, daquele em que a confiança é depositada e em que o titular do interesse confia a prossecução do mesmo. O dever de lealdade/fiduciário surge precisamente como o dever relativo a essa “forma de agir”. Nesse sentido, acrescendo e moldando o dever de prestação principal, consubstancia e dá estrutura e solidez à referida relação fiduciária⁶².

A doutrina⁶³ tem sistematizado o conteúdo do dever de lealdade/fiduciário nas seguintes duas vertentes, que iremos aqui seguir:

- Vertente Positiva: actuar no melhor interesse do cliente, fazendo-o prevalecer sobre os seus próprios interesses; no caso em apreço, é objecto de concretização através do chamado dever de adequação; e
- Vertente Negativa: proteger interesse dos clientes; manifesta-se em evitar, gerir e divulgar conflitos de interesse e nas regras habitualmente designadas por *no conflict e no profit rules*.

Vejamos cada uma destas duas vertentes mais em detalhe.

O dever geral de actuar sempre no melhor interesse do cliente reconduz-se, no caso da consultoria para investimento, ao dever de prestar o aconselhamento/recomendação que melhor se adequa ao cliente. Não basta, pois, que seja um aconselhamento adequado, mas deve ser o mais adequado⁶⁴. Isto significa que um consultor,

⁶² Defendendo a sinonímia entre dever de lealdade e dever fiduciário e o seu carácter central, e não meramente acessório, numa relação fiduciária, cf António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit. pags 296-297.

⁶³ Ver, por todos, António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pags 297-302 e doutrina aí citada, bem como, “O Contrato de Gestão de Carteira”, ob. cit., pags 23-26.

⁶⁴ Vejam-se o n.º 1 do artigo 54.º do RD 2017/565, que alude ao dever de agir : “no melhor interesse do cliente” e o n.º 2 do artigo 25.º da DMIF II que alude a “recomendar os instrumentos financeiros mais adequados”

tendo perante si duas recomendações, ambas adequadas, deve escolher e dar ao seu cliente aquela que for a mais adequada, ainda que a outra, por exemplo, lhe proporcione mais comissões.

Como concretização/densificação dessa vertente positiva do dever de lealdade⁶⁵ temos o dever de adequação previsto nos artigos 314.º a 314.º-D do CVM, no artigo 25.º/2 da DMIF II e no artigo 54.º do RD 2017/565, sendo, ainda relevantes as orientações da ESMA relativas aos requisitos em matéria de adequação, de 6.11.2018 (vide orientações 22 a 51) e a Circular da CMVM de 18.02.2021^{66 67}. Trata-se de uma matéria que foi objecto de uma disciplina parti-

⁶⁵ Aparentemente enquadrando este dever de forma diferente, como “*obrigações contratuais de prestar*”, vide Margarida Azevedo Almeida, ob. cit. pag 420.

⁶⁶ <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Circulares/Documents/Circular%20CSA.pdf>

⁶⁷ Sobre o dever de adequação ver, entre outros, António Barreto Menezes Cordeiro, “Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II”, Revista de Direito Financeiro e do Mercado de Capitais, 2019, e “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, ob. cit. pag 303-304, Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4ª Edição, 2018, pags 442-462, Ana Perestrelo de Oliveira, ob. cit., pag 221-222. Ver, também, Margarida Azevedo Almeida, ob. cit., pags 416-419 sublinhando o ponto de o dever de adequação se situar, ainda, no círculo da tutela informativa e não de “*protecção do investidor contra si próprio*”, bem como o ponto de que, considerando a relação dos custos/benefícios que decorrem da imposição deste dever, a tutela em causa é limitada por “*considerações da eficiência do mercado*”. Ver, ainda, na perspectiva dos limites da responsabilidade do intermediário financeiro, a análise de Manuel Carneiro da Frada, “A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros”, in O Novo Direito dos Valores Mobiliários, 2017, pag 406, sobre “*o dever de não comercializar produtos indesejáveis*”.

⁶⁸ Como refere António Barreto Menezes Cordeiro (“Os deveres de adequação ...”, ob. cit. pag 4) “*As origens do dever de adequação são, tradicionalmente, encontradas na suitability rule estado-unidense*” mas, como também é referido pelo mesmo autor, “*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.*”. E essas especificidades são, como o autor assinala, relevantes. Não sendo fácil ter um conhecimento exaustivo da situação norte-americana, o que nos parece, em linhas gerais, é que:

– a *suitability rule* foi desenvolvida para aplicação aos *broker-dealers* e não aos *investment advisers* e foi-o tendo em consideração a não sujeição daqueles a um standard fiduciário; a *suitability rule* apresenta-se, assim, como menos exigente do que o nosso dever de adequação, e compatível com conselhos para a realização de operações que não sejam “as mais

cularmente densa que, aqui, procuraremos abordar de uma forma sintética.

O ponto central é este: a avaliação da adequação a que se reporta este dever é uma avaliação da adequação de operações sobre instrumentos financeiros face ao interesse do cliente e serve para permitir ao consultor agir no melhor interesse desse cliente.

Como?

Através daquilo que a prática dos supervisores e dos intermediários financeiros tem apelidado de “teste de adequação” e que se reconduz ao cumprimento pelo consultor dos seguintes três passos⁶⁹:

adequadas”, desde que sejam adequadas, podendo, enquanto esta *rule* vigorou, o broker-dealer escolher recomendar, entre operações adequadas, aquela que lhe assegura maior comissão, ainda que não sendo a mais adequada (não sendo um texto jurídico, ver, com interesse: https://www.yahoo.com/news/choosing-financial-advisor-suitability-vs-163526463.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAFBKnVx6tECz5_DexVobv_zyFdlnSpc5twza3uTFgdYM1zliLwR-897wjEGQ76ZaCpJUAxk7yLiXeDPRbKjHmZLOJGH-x7oDpxBQsJSYogUkVlbBaR-1n3HSBmrsKA_lyKXiZH2M2dlsSP9QndOUIQfVdFEDchyDJuhNBnDnlNBe3G – a situação entretanto evoluiu e a SEC veio a aprovar, em 2019, o chamado “Regulation Best Interest”, elevando o standard exigido aos broker-dealers e reduzindo a diferença face ao standard dos *investment advisers* (refere-se no comunicado da SEC na altura divulgado que “*Regulation Best Interest will enhance the broker-dealer standard of conduct beyond existing suitability obligations and make it clear that a broker-dealer may not put its financial interests ahead of the interests of a retail customer when making recommendations.*”). Cf:

<https://www.sec.gov/news/press-release/2019-89>

<https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/regulation-best-interest>

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-07-12/pdf/2019-12164.pdf>

⁶⁹ Estamos aqui a referir-nos ao chamado “teste completo” ou, na gíria inglesa, a um teste que não seja apenas de “*appropriateness*” (ou, na expressão portuguesa, “teste simples”) mas também de “*suitability*”. A distinção tem essencialmente a ver com as dimensões do interesse do investidor que são tomadas em conta para apreciar o carácter adequado da operação. No teste simples (*appropriateness*) são considerados apenas o conhecimento e a experiência do investidor e é, portanto, feito o juízo de adequação apenas tendo em conta esses aspectos. É a ele que se reporta o artigo 314.º do CVM.

No teste completo, para além do conhecimento e experiência do investidor, são tomados em conta a sua situação financeira (incluindo a sua capacidade para suportar perdas) e os seus objetivos de investimento (aqui incluídas a sua tolerância ao risco e, a partir da entrada em vigor do RD 2012/1253, de 21 de Abril, as suas preferências em matéria de sustentabilidade). É a ele que se reporta o artigo 314.º-D, que, como vemos do disposto no seu n.º 1

- a) Informação: o consultor deve obter do investidor informação sobre as várias dimensões⁷⁰ necessárias para poder entender e delimitar aquilo que constitui o interesse do investidor; trata-se do por vezes também designado KIC (*know your customer*); a informação a recolher é a que decorre, entre outros, do previsto no n.º 3 do artigo 304.º, no n.º 1 do artigo 314.º e no n.º 1 do artigo 314.º-A, todos do CVM⁷¹;
- b) Juízo: este constitui o núcleo do teste; o consultor deve confrontar a operação que prevê recomendar com a informação recolhida e avaliar a respectiva adequação *vis a vis* o interesse do investidor (cf artigos 314.º e 314.º-A, bem como os artigos 54.º e 55.º do RD 2017/565); o consultor deve concluir que a operação que pensa recomendar é/não é uma operação que,

(vide a referência a “além da informação referida no n.º 1 do artigo anterior”), compreende a dimensão de conhecimento e experiência e os dois aspectos que agora referimos (situação financeira e objectivos de investimento).

A expressão inglesa “*suitability*” não coincide inteiramente com a de teste completo que estamos a usar, porque surge normalmente reservada aos referidos aspectos de situação financeira e objectivos de investimento. O que estamos a designar por teste completo soma, assim, o “*appropriateness*” e o “*suitability*”.

⁷⁰ Ver nota anterior.

⁷¹ Como referimos atrás, toda esta matéria é objecto de uma densa e detalhada disciplina. Sublinhamos, aqui, de entre os vários aspectos disciplinados, os dois seguintes:

o consultor pode confiar na informação que lhe seja dada pelo investidor (cf artigo 55.º n.º 3 do RD 2017/565 e Orientação da ESMA n.º 45) mas tem a obrigação de usar da diligência e medidas razoáveis para assegurar fiabilidade dessa informação (cf artigo 54.º n.º 7 do RD 2017/565);

o consultor deve evitar que as questões em matéria, designadamente, de conhecimento e experiência, sejam formuladas em termos que resultem numa auto avaliação por parte do investidor, procurando antes que sejam formuladas em termos que permitam ao consultor tirar ele próprio uma conclusão sobre a matéria; por exemplo, em vez de se perguntar “Conhece o instrumento financeiro X” ou “Conhece o risco Y”, deve, antes perguntar-se “Qual dos seguintes instrumentos tem garantia de capital por parte do seu emitente?” ou “Qual dos seguintes instrumentos é mais directamente afectado por uma variação da Euribor?”

O consultor deve, ainda, formular as questões destinadas a obter informação em moldes que lhe permitam detectar inconsistências ou respostas pouco fiáveis.

Vide, com uma boa síntese destes aspectos, a Circular da CMVM de 18.02.2021.

atendendo ao conhecimento e experiência do investidor⁷², este compreende, bem como, se a mesma vai ao encontro dos seus objectivos de investimento e é compatível com a sua situação financeira; nesta análise, para além de avaliar, quando esteja em causa a troca de um instrumento por outro, os custos e benefícios da mudança, de modo a que possam demonstrar razoavelmente que os benefícios da mudança são superiores aos custos, o consultor deve, por exemplo, ajuizar se o nível de risco (vg volatilidade) do instrumento financeiro que recomenda⁷³ é compatível com o perfil que determinou para esse investidor em função das informações recolhidas⁷⁴, bem como, se com a aquisição desse instrumento financeiro são respeitadas as preferências em matéria de sustentabilidade definidas pelo investidor;

- c) Aviso: depois da avaliação da adequação, o consultor deve informar/avisar o investidor sobre o resultado da mesma: há aqui, essencialmente, duas hipóteses (vide n.ºs 8 e 10 do

⁷² Por exemplo: um investidor com a 4ª classe, que nunca trabalhou na área financeira e que nunca adquiriu instrumentos financeiros não entenderá, provavelmente, o que é um derivado e, por isso, a sua aquisição não se revela para ele adequada.

⁷³ Note-se que quando o consultor tome por referência das suas recomendações uma carteira e não instrumentos financeiros isolados, este juízo pode ser feito considerando o nível de risco (e a volatilidade) da carteira após a operação recomendada (e não, portanto, de cada instrumento). Daí pode resultar que se revele adequada a recomendação de um instrumento de risco ou volatilidade maiores do que o nível de risco aceite pelo cliente, desde que o conjunto da carteira, após a aquisição, se mantenha abixo deste último. Neste sentido de o juízo se poder e dever fazer, nestas circunstâncias, face ao conjunto da carteira, ver, por exemplo, a orientação 79 da ESMA (Orientações de 28.05.2018, em matéria de “suitability” – https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-fr_on_guidelines_on_suitability.pdf onde refere “(...) where a firm manages a portfolio or advises a client with regard to his portfolio, it should adopt a methodology that would allow it to conduct a suitability assessment based on the consideration of the client’s portfolio as a whole.”.

⁷⁴ Exemplos: para um investidor que revele necessidades de liquidez constantes, instrumentos de prazo longo e sem distribuição de rendimentos revelar-se-ão, à partida, desadequados; para investidores que revelem uma capacidade baixa de suportar perdas, instrumentos com risco de perda de capital poderão não se revelar adequados; para investidores que revelem uma tolerância ao risco baixa, provavelmente instrumentos como acções poderão não se revelar adequados. Tudo isto, como se disse atrás, quando o juízo se faça por referência a uma carteira, deve ser ponderado pelo grau relativo de exposição/risco da mesma.

artigo 54.º do RD 2017/565)⁷⁵: (i) o consultor conclui pela adequação da operação e recomenda a mesma ao investidor⁷⁶; (ii) pelo contrário, o consultor conclui pela inadequação e, naturalmente, nesse caso, não deve recomendar a operação ⁷⁷;

Esta terceira vertente do dever de adequação consubstancia, portanto, um dever de alerta/assistência do consultor perante o seu cliente.

⁷⁵ Há, na verdade, uma terceira hipótese: a impossibilidade de concluir a avaliação da adequação por insuficiência de informação. Nesse caso, e no quadro desta vertente do dever de adequação que no texto estamos a analisar, o consultor deve informar o investidor que a informação recolhida não foi suficiente para lhe permitir realizar o juízo de adequação (vide n.º 3 do artigo 314.º e primeira parte do n.º 3 do artigo 314.º-A, ambos do CVM).

⁷⁶ E, como já atrás assinalámos, deve explicar a *ratio* dessa adequação. Cf. n.º 12 do artigo 54.º do RD 2017/565, já com a redacção do RD 2021/1253, de 21 de Abril: “Ao prestar consultoria para investimento, as empresas de investimento devem facultar ao cliente não profissional um relatório que inclua um resumo do aconselhamento prestado e explique o modo como a recomendação formulada é adequada ao cliente não profissional, incluindo o modo como essa mesma recomendação corresponde aos objetivos do cliente e às suas circunstâncias pessoais, atendendo ao prazo de investimento pretendido, aos conhecimentos e experiência do cliente, à atitude do cliente em relação ao risco, à sua capacidade para suportar perdas e às suas preferências em matéria de sustentabilidade”

⁷⁷ O primeiro parágrafo deste número 10 do artigo 54.º é claro: “Ao prestar um serviço de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento não deve recomendar ou decidir negociar quando nenhum dos serviços ou instrumentos é adequado para o cliente.” Note-se que o dever de não recomendar uma operação julgada inadequada é aplicável quer a operações que o consultor analisou por sua iniciativa, quer a operações que o investidor lhe apresente e relativamente às quais solicita a opinião do consultor.

O caso da inadequação resultante da incompatibilidade das preferências em matéria de sustentabilidade é objecto de uma previsão particularmente detalhada nos segundo e terceiro parágrafos do n.º 10 do artigo 54.º do RD 2017/565 (já na redacção do RD 2021/1253, de 21 de Abril), que aqui voltamos a citar:

“Uma empresa de investimento não deve recomendar instrumentos financeiros nem decidir negociar tais instrumentos como correspondendo às preferências em matéria de sustentabilidade de um cliente ou potencial cliente quando não for esse o caso. A empresa de investimento deve fornecer ao seu cliente ou potencial cliente uma explicação dos motivos pelos quais não o faz, conservando registo dessa justificação.

Se nenhum instrumento financeiro corresponder às preferências em matéria de sustentabilidade do cliente ou potencial cliente e este decidir adaptar as suas preferências, a empresa de investimento deve conservar registos da decisão do cliente, incluindo a respetiva justificação.”

O cumprimento do dever de adequação, desdobrado nas três vertentes atrás descritas, permite assegurar que as operações que o consultor recomenda são operações (i) cujo conteúdo e riscos o cliente tem capacidade para entender, (ii) que são compatíveis com a sua capacidade financeira/de perda e os seus objectivos de investimento (vg em matéria de prazo, de preferência por instrumentos de distribuição de rendimentos ou de capitalização, etc, (iii) cujos riscos (vg de perda de capital) são compatíveis com o perfil de risco do cliente e (iv) que correspondem aos objectivos em matéria de sustentabilidade que o cliente tenha manifestado.

Numa palavra, o cumprimento do dever de adequação é o meio para o consultor poder respeitar o dever nuclear que estamos a analisar – o de agir no melhor interesse do cliente.

A vertente negativa do dever de lealdade compreende, como se referiu, os deveres sintetizados pelas expressões “*no conflict rule*” e “*no profit rule*”.

A “*non conflict rule*” corresponde ao dever de evitar actuar em conflito de interesses e projecta-se no dever de (i) identificar os conflitos de interesse (potenciais ou actuais), (ii) de definir políticas e outras medidas para os evitar ou reduzir ao mínimo o risco do seu surgimento, (iii) perante um conflito que, apesar de tudo, ocorra, geri-lo de acordo com os princípios previsto na lei (no caso de conflito entre clientes, tratamento equitativo; no caso de conflito do interesse do cliente com o seu, prevalência daquele) e (iv) mais uma vez no caso de a situação de conflito se colocar, informar claramente o cliente, antes de efetuar a operação em que esse conflito opere, da natureza e/ou fontes desse conflito e medidas adotadas para o mitigar (vide art.ºs 309.º e 309.º-A do CVM, artigo 23.º da DMIF II e art. 33.º do RD 2017/565)⁷⁸.

No quadro do cumprimento deste dever, o consultor deve definir uma política que identifique ou tenha presente as situações que, em face da sua actividade, poderão suscitar conflitos de interesse⁷⁹,

⁷⁸ Sobre esta dimensão do dever de lealdade, ver, para além das obras de António Menezes Cordeiro já citadas, José Ferreira Gomes, ob. cit., pags 239-241.

⁷⁹ José Ferreira Gomes, ob. cit., pag 238, enquadra este dever de aprovação de uma política de conflito de interesses no dever de organização interna previsto no artigo 309.º n.º 1 do

e definir medidas, designadamente organizativas, que contribuam para evitar ou, ocorrendo, gerir adequadamente tais conflitos. Não sendo fácil antecipar todas as possibilidades de conflito, há algumas que seguramente se conseguem configurar *ex-ante*. Por exemplo:

- a) no plano dos conflitos entre o interesse do consultor e o interesse do cliente: (i) o conflito que existe quando o consultor tem interesse em recomendar determinado instrumento financeiro, seja porque recebe uma comissão do emitente, seja porque faz parte do grupo económico em que se inclui a entidade colocadora da emissão desses instrumentos⁸⁰; ou (ii) aquele que é causado pelo facto de o colaborador do consultor ter um incentivo para recomendar determinado instrumento financeiro em detrimento de outros do mesmo tipo; ou, ainda (iii) quando o consultor é um intermediário financeiro que desenvolve outras actividades, de intermediação financeira, o conflito que pode surgir por ser colocador de determinados instrumentos ou possuir informação qualificada acerca de outros ou, no limite, ter consciência que a informação acerca da actuação de um dos clientes de aconselhamento pode ser relevante para a carteira de um outro cliente de aconselhamento;
- b) No plano dos conflitos de interesse entre clientes do consultor: por exemplo, perante uma oferta de instrumentos financeiros em que o rateio se faça por prioridade temporal, a gestão do momento em que o consultor transmite o conselho para a subscrição desses instrumentos a cada um dos clientes.

Como já mostrámos atrás, na consultoria em base independente, alguns destes conflitos são resolvidos “à cabeça”, seja pela proibição do recebimento de “*inducements*”, seja pela obrigação de analisar uma gama alargada de instrumentos financeiros, que não pode consistir apenas nos emitidos pelo consultor/por entidades ligadas.

Mas, quando não seja assim, e mais uma vez com a consciência de que há situações que só em concreto se podem resolver, é possível

CVM. Este surge concretizado por aquele.

⁸⁰ Veja-se o artigo 41.º n.º 1 do RD 2017/565,

divisar medidas que em abstracto se revelam aptas a mitigar o risco de surgimento de conflitos. Entre outras, destacamos três:

- uma política clara sobre o processo de definição das recomendações que são emitidas, que assegure a imunização do mesmo à existência e medida de eventuais *inducements*;
- a limitação à circulação de informação (*chinese walls*);
- a abolição de sistemas remuneratórios dos colaboradores que gerem conflitos particularmente nocivos, vg aqueles que estabeleçam uma relação directa entre a remuneração variável dos mesmos e a recomendação de determinados instrumentos financeiros (seja dos emitidos pelo próprio consultor/entidades ligadas, seja por terceiros).

A “*no profit rule*” corresponde ao dever do consultor não obter benefícios (salvo nas situações previstas) por causa da sua posição e “à custa” ou daí resultando não privilegiar interesse do cliente. O exemplo típico do incumprimento deste dever é o de o consultor recomendar a aquisição de um instrumento financeiro que, sendo adequado, não é o mais adequado para o cliente e de o fazer por causa do “*inducement*” que, em resultado da sua aquisição pelo cliente, receberá do emitente daquele instrumento financeiro⁸¹.

Na consultoria independente, a questão está, em princípio, resolvida à cabeça, mediante a proibição que já atrás analisámos.

Na consultoria não independente, o objectivo da “*no profit rule*” é acautelado pela sujeição do consultor:

- a) Ao dever geral de actuação de forma honesta, equitativa e profissional, no sentido da protecção dos legítimos interesses do cliente (vide artigos 24.º n.º 1 e 9 b) da DMIF II e art.º 304.º do CVM);

⁸¹ Ou seja, é o exemplo de uma recomendação que, não fora a existência do “*inducement*”, não seria feita. Como refere José Ferreira Gomes, ob. cit., pag 241 “*Tais benefícios suscitam conflitos de interesses na medida em que constituem incentivos para que os IFs favoreçam produtos ou investimentos que não necessariamente os melhores para os seus clientes ou que não promovam a qualidade dos serviços prestados aos seus clientes.*”. Sobre os “*inducements*” ver ainda Bernardo Cortes, ob. cit..

- b) Aos requisitos específicos dos artigos 313.º-A a 313.º-C do CVM e do artigo 11.º da Directiva Delegada 2017/593, de 7 de Abril de 2016) para que seja lícita e, como tal, permitida, a recepção de “*inducements*”: essencialmente, prestação de informação ao cliente sobre a existência do “*inducement*” e a recepção contribuir para/permitir⁸² que tenha lugar um reforço da qualidade do serviço de consultoria em causa (por exemplo, tornando possível que o consultor forneça o acesso a uma gama mais alargada de instrumentos financeiros do que sucederia na ausência desse “*inducement*” ou que forneça um relatório periódico de actualização das recomendações realizadas)⁸³.

3.4.6. Três aspectos complementares

Para terminarmos a caracterização do conteúdo do contrato de consultoria para investimento, abordaremos brevemente três aspectos complementares: a caracterização da obrigação característica do consultor como obrigação de meios ou de resultado, a referência a alguns aspectos sobre responsabilidade civil do consultor e, finalmente, um sublinhado sistemático relativo a aspectos que já temos vindo a referir – a projecção na consultoria da nova disciplina em matéria de sustentabilidade.

3.4.6.1. Obrigação de meios ou de resultado?

Já vimos que a obrigação característica do consultor para investimento consiste em prestar um conselho adequado sobre transac-

⁸² O n.º 1 a) do artigo 313.º-A alude a umnexo que me parece excessivo e que é o de o “*inducement*” ser “concebido” para reforçar a qualidade do serviço, parecendo exigir que na origem da previsão desse pagamento pelo terceiro tivesse estado um móbil de melhorar a qualidade do serviço do consultor. Parece-me que a DMIF II (artigo 24.º n.º 9 a)) se basta com umnexo de destinação, no sentido de o “*inducement*” ser dirigido pelo consultor (e, nesse sentido, contribuir) para uma melhoria da qualidade do serviço de consultoria.

⁸³ Trata-se do *service enhancement test* a que alude Ana Perestrelo de Oliveira, ob. cit, pag 224.

ções relativas a instrumentos financeiros. Já sabemos, também, que, para que o conselho seja adequado (ou se se quiser, para que a operação aconselhada seja adequada para os interesses do cliente), o mesmo deve ter em conta os objectivos desse cliente (vg a rentabilidade X ou limite de perda Y).

É neste quadro que se pode perguntar, então, se a obrigação do consultor é uma obrigação de meios ou de resultado, ou seja, se o objectivo do cliente, com base no qual é pedido conselho, integra a prestação devida (havendo, nesse caso, uma obrigação de resultado) ou se, pelo contrário, não a integra (caso em que estaremos perante uma obrigação de meios).

A questão de saber se estamos perante uma obrigação de meios ou de resultado redonda, assim, em saber se a prestação devida pelo consultor abrange o objectivo do cliente, no sentido de ter de ser o conselho necessário e suficiente para atingir esse objectivo (e de tal sorte que, se, na sequência do conselho, esse objectivo não for atingido, se concluirá que o conselho não foi o devido).

Note-se que, se a resposta for afirmativa (obrigação de resultado), a demonstração do incumprimento (da ilicitude da actuação) por parte do consultor fica facilitada: basta ao cliente provar a não verificação do objectivo que foi por si eleito e comunicado ao consultor. Pelo contrário, se a resposta for negativa (obrigação de meios), já a demonstração da existência de incumprimento por parte do consultor implica a prova da ilicitude da actuação, vg de se ter tratado de uma actuação por parte do consultor que foi não informada/não foi realizada acordo com a “*legis artis*” da consultoria.

Não encontramos na lei uma resposta para esta questão. Penso que tudo dependerá do contrato de consultoria e da configuração que nele seja feita da obrigação do consultor. Em situações em que o contrato não contenha uma indicação expressa sobre este ponto, inclino-me a pensar que se deve interpretar o mesmo no sentido de a obrigação do consultor ser uma obrigação de meios, isto por causa e tendo presente a álea existente na consecução dos objectivos que tipicamente os clientes definem^{84 85}.

⁸⁴ Álea essa resultante de os objectivos que tipicamente são definidos (vg, valorização ou

Note-se que, apesar desta conclusão, a posição do consultor “não é fácil”. É que, mesmo sendo a sua obrigação uma obrigação de meios (com as consequências que acima analisámos), é uma obrigação de meios muitíssimo densificada (pense-se nos deveres que já atrás analisámos como, por exemplo, os deveres de adequação, de recusa da recomendação se a operação for inadequada, de formalizar por escrito a recomendação e a sua *ratio*, de, em determinadas situações, reavaliar o juízo de adequação formulado, etc.. Com este quadro de procedimentalização/densificação da actuação devida pelo consultor, se as operações realizadas pelo cliente na sequência das recomendações daquele conduzirem a um resultado desastroso, será mais fácil ao cliente, face ao que sucede em outras obrigações de meios, ter campo para demonstrar a ilicitude de actuação⁸⁶ do consultor⁸⁷.

rentabilidade de X%, limite de perda de Y%) estarem dependentes do comportamento do mercado de instrumentos financeiros, por sua vez dependente de múltiplas variáveis, desde políticas, a económicas e sociais, e sendo que todas estas circunstâncias escapam, de uma forma insuperável, ao consultor.

⁸⁵ Numa nota menos jurídica, há quem veja na consultoria uma arte “*art rather than science*”, onde mais do que uma *optimal decision* é possível apenas uma *optimal decision making*.

⁸⁶ Ou seja, o não respeito das regras que actuação no caso aplicáveis.

⁸⁷ No sentido de que a obrigação do consultor é, como regra, uma obrigação de meios, ver António Barreto Menezes Cordeiro, “Os Deveres de Adequação dos Intermediários Financeiros à luz da DMIF II”, ob. cit., pag 18. Na mesma linha, para o contrato de gestão de carteira, ver do mesmo autor, “O Contrato de Gestão de Carteira, ob. cit., pag 21.

Embora sem o formular nestes termos, pois se centra na perspectiva da existência de uma zona de actuação não sindicável e, portanto, em sentido estrito, não “devida”, mas parecendo-nos que aponta para uma linha que acaba por se aproximar, em termos práticos, da acima defendida (no sentido em que o que é devido é o cumprimento dos deveres que regem a actividade de gestão e não o seu resultado), ver Tiago Correia Moreira, “O escrutínio da discricionariedade do intermediário financeiro”, in Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida. Analisando a situação da gestão de carteiras, mas em termos que nos parece extensível à consultoria para investimento, refere que há uma área de actuação do gestor que “*cai fora do plano estritamente jurídico*” e onde se encontra um campo de discricionariedade (pag 151). E aí “(...) a regra parece-nos indicar no sentido de não ser possível um controlo jurisdicional de mérito da gestão, mas antes um simples controlo da legalidade.” (pag 192). Dito de outra forma, considera o autor que se deve reconhecer “(...) um espaço de livre actuação ao intermediário financeiro (...), espaço esse que lhe é atribuído pelos especiais conhecimentos técnicos e meios necessários para a actuação nos mercados

3.4.6.2. Algumas notas sobre a responsabilidade civil do consultor⁸⁸

a) A responsabilidade civil do consultor por danos provocados através da sua actuação (designadamente dos seus conselhos) segue as regras gerais.

De entre essas regras gerais vale a pena mencionar os seguintes aspectos:

- De acordo com o n.º 1 do artigo 485.º do Código Civil “Os simples conselhos, recomendações ou informações não responsabilizam quem os dá, ainda que haja negligência da sua parte”; os conselhos dados pelo consultor para investimento não são, porém, “simples conselhos”; ou são dados no quadro de um contrato e, portanto, em cumprimento de uma obrigação de os dar; ou, quando assim não seja, e a actuação do consultor tenha violado algum dos múltiplos deveres que temos vindo a analisar, quase sempre estaremos perante “disposições legais destinadas a proteger interesses alheios”⁸⁹, quadro em que poderão operar as regras de responsabilidade civil delitual/extra-contratual (artigo 483.º do Código Civil);

financeiros (...), e que “(...) não deverão os tribunais ingerir-se nessa autonomia ou liberdade de actuação do gestor de carteiras, senão em casos onde essa discricionariedade foi levada a cabo em violação de disposições legais ou estipulações contratuais (...)” (pag 193). Tudo isto para concluir que “O escrutínio da discricionariedade do intermediário financeiro esgota-se, em nosso entender, na verificação do cumprimento, pelo intermediário financeiro, dos deveres a que está adstrito (...), excepto em casos de erro manifesto ou quando elementos objectivos determinem um escrutínio, excepcional, ao nível do mérito da gestão.”

⁸⁸ Sobre a responsabilidade civil do consultor, ver António Barreto Menezes Cordeiro (Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., pags 289-294. Remetemos para o nosso “Contrato de Consultoria 2004”, pags 397-402 e para os autores aí citados (Sinde Monteiro, Manuel Carneiro da Frada, Pinto Monteiro, Pedro Romano Martinez e Luís Meneses Leitão)..

⁸⁹ Neste sentido, ver Carlos Ferreira de Almeida, “Normas de imputação e normas de protecção ...” em Direito das Sociedades em Revista, 8/2016, pags 15 e seguintes. Ver, também, a este propósito, Manuel Carneiro da Frada, ob. cit., pags 402-403, José Ferreira Gomes, ob. cit., pag 236.

- Decorre do referido no ponto anterior: a responsabilidade pelos danos provocados pela actuação do consultor será, em regra, responsabilidade obrigacional/contratual, podendo, no entanto, naqueles casos em que o conselho seja prestado fora de um contrato, situar-se no âmbito do artigo 483.º do Código Civil⁹⁰; a esse respeito, é relevante sublinhar que o n.º 1 do artigo 304.º-A do CVM, ao estabelecer que “*Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua actividade*” parece tornar inequívoco que as regras que estabelecem aqueles deveres (em matéria de organização⁹¹ e exercício da actividade) devem ser consideradas “disposições legais destinadas a proteger interesses alheios”;
 - Finalmente, é de sublinhar que o n.º 2 do artigo 304.º estabelece uma presunção de culpa do intermediário financeiro (para o caso que nos interessa, do consultor) quando os danos sejam causados no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando sejam originados pela violação de deveres de informação.
- b) A segunda nota que queremos deixar respeita ao dever nuclear do consultor (prestar conselhos) e a um dos deveres gerais que o molda (o dever de actuar com diligência). A selecção pelo consultor, entre múltiplas alternativas que existem, de uma concreta recomendação relativa a instrumentos financeiros tendo em vista ir ao encontro do interesse

⁹⁰ Podendo, no entanto, mesmo nessas situações, e quando os danos decorram de deveres como o de informação, explorar-se a hipótese de um enquadramento como responsabilidade obrigacional. Veja-se, para a situação da violação de deveres de informação ao mercado, na relação emitente-investidor, Madalena Perestrelo de Oliveira, ob. cit., pags 111 a 158, que divisa nessa relação uma ligação especial e nos deveres legais de informação deveres de protecção, situando, nesse quadro, as consequências da sua violação no plano obrigacional.

⁹¹ Sobre o dever de organização do intermediário financeiro e o seu enquadramento nos termos referidos no texto, vide António Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob.cit., pag 293 e José Ferreira Gomes, ob. cit., pag 236.

do cliente não é uma “ciência exacta”. Antes pelo contrário, é uma área onde existe uma larga margem de discricionariedade. Não existe, com efeito, um modelo de actuação para consultores que permita inequivocamente ou, pelo menos, de forma relativamente consensual, dizer, *ex-ante*, perante uma determinada situação de um cliente, que o conselho deve ser X ou Y. Não existindo esses modelos, é difícil admitir, quando se julga da licitude da actuação do consultor, que esse julgamento deva entrar nessa esfera de “discricionariedade”. Isto para dizer que parece fazer sentido, como noutros campos em que se está perante áreas de actuação com margem de discricionariedade (veja-se a actuação de gestão dos administradores das sociedades), limitar o âmbito do devido pelo consultor ao que resulta de uma regra do tipo da *business judgement rule*, isto é, vista a questão noutra perspectiva, admitir uma defesa por parte do consultor que lhe permita afastar a imputação de actuação ilícita a partir do momento que demonstre ter tido uma actuação informada, racional (no sentido de um *iter* compreensível) e numa situação de ausência de conflito de interesses (actuação livre de interesse pessoais);

- c) A terceira nota tem a ver com algo que é uma tendência recente da consultoria para investimento: o aconselhamento automatizado – realizado com base em inteligência artificial – em que a prestação de serviços de consultoria para investimento ocorre através de sistemas automatizados, que são utilizados pelo cliente sem intervenção humana (também denominado “*robot-advice*”)

A relevância desta forma de prestar consultoria levou já a ESMA, nas suas “Orientações relativas a determinados aspetos dos requisitos da DMIF II em matéria de adequação”, de 6.11.2018⁹², a definir obrigações especiais de informação (orientações 20 e 21), designadamente exigindo uma “explicação muito clara sobre a extensão e

⁹² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_mifid_ii_suitability_requirements_pt.pdf

grau exatos de intervenção humana e sobre a possibilidade e o modo de o cliente solicitar interação humana”, e uma obrigação de monitorar e testar os algoritmos usados (orientação 82).

Como tratar as situações em que sejam provocados danos por esta forma de aconselhamento automatizado?

Haverá vários conjuntos de situações que se resolverão pelas regras gerais: seja situações em que há culpa do consultor que configurou e disponibilizou o sistema automatizado em causa ou se deva presumir culpa (vg nos termos do artigo 493.º n.º 2 do Código Civil), seja, mesmo fora dessas situações, mediante a utilização de soluções de responsabilidade objectiva (vg, na medida em que se considerem estes sistemas como produtos cobertos pelo regime da responsabilidade do produtor do DL n.º 383/89, de 06 de Novembro).

O tema mais interessante é, por isso, o daquelas situações que constituem zonas não cobertas por aquelas disposições gerais: o campo de danos conexos com actuação autónoma do sistema (com defeitos gerados pela sua própria “aprendizagem”), onde não há culpa (não há falhas na programação do sistema, ele não foi alvo de “agressão por terceiro”, teve lugar a monitorização do algoritmo recomendada pela ESMA, etc) e não pode operar a responsabilidade objectiva do produtor (por exemplo porque se verifica uma das causas de exclusão do artigo 5.º do respectivo regime – como, entre outras, “o estado dos conhecimentos científicos e técnicos, no momento em que pôs o produto em circulação, não permitia detectar a existência do defeito”).

Não existe uma resposta e um enquadramento claros. Mafalda Miranda Barbosa⁹³, que seguimos neste ponto do nosso texto, aborda várias pistas de solução:

- A subjectivização do robot/do sistema automatizado, que, assim, seria o responsável pelos danos; mas, ao contrário do que sucede noutros domínios (como no das pessoas colectivas) não se encontram razões para esta subjectivização e, sobre-

⁹³ <https://www.revistadedireitocomercial.com/robot-advisers>

tudo, não se vê como se resolveria o problema da responsabilidade, já que este novo “ente” não teria património;

- Uma inspiração na solução romana para os danos provocados por escravos (que também não tinham personalidade) e que tinham um património afecto para fazer face a esses danos (seria agora o *e-servant*);
- O alargamento da responsabilidade civil do produtor, mediante, provavelmente, uma circunscrição das actuais causas de exclusão do artigo 5.º do DL 383/89, de 6 de Novembro;
- A previsão de uma nova situação de responsabilidade objectiva, que permitiria responsabilizar o consultor que disponibiliza o sistema automatizado, neste caso fundada no facto de os danos serem causados por um sistema que permite ao consultor obter benefícios, designadamente, poupanças de custos (*ubi commoda, ibi incommoda*).

Não existem respostas fechadas, mas trata-se de um tema que, com o aumento da importância da utilização destes sistemas automatizados, se justificaria vir a ser tratado legislativamente.

3.4.6.3. A projecção na consultoria da nova disciplina em matéria de sustentabilidade

- a) O tema da sustentabilidade, nas suas várias vertentes, tem vindo a ser objecto de progressiva atenção do legislador internacional e europeu.

Considerando, apenas, os marcos mais relevantes, temos a considerar:

- (i) 25 de setembro de 2015: a Assembleia Geral das Nações Unidas adotou um novo enquadramento global para o desenvolvimento sustentável: a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, que tem como ponto fulcral os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS);
- (ii) Comunicação da Comissão Europeia de 22 de novembro de 2016 sobre as próximas etapas para um futuro euro-

- peu sustentável e que associa os ODS ao enquadramento da política da União Europeia, de modo a assegurar que todas as ações e iniciativas políticas da União, tanto dentro da União como a nível mundial, têm os ODS em conta;
- (iii) Conclusões de 20 de junho de 2017 do Conselho Europeu: o Conselho confirmou o empenho da União e dos seus Estados-Membros em aplicar a Agenda 2030 de modo integral, coerente, abrangente, integrado e eficaz, e em estreita cooperação com os parceiros e outras partes interessadas;
 - (iv) Acordo de Paris, adotado no âmbito da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Alterações Climáticas, que foi aprovado pela União em 5 de outubro de 2016 e entrou em vigor em 4 de novembro de 2016: o Acordo procura reforçar a resposta às alterações climáticas, nomeadamente tornando os fluxos financeiros coerentes com uma trajetória em direção a um desenvolvimento com baixas emissões de gases com efeito de estufa e resiliente às alterações climáticas;
 - (vi) Neste quadro, o direito da União veio definir como factores de sustentabilidade “*as questões ambientais, sociais e laborais, o respeito dos direitos humanos, a luta contra a corrupção e o suborno*” e como riscos para a sustentabilidade “acontecimento ou condição de natureza **ambiental, social ou de governação** cuja ocorrência é suscetível de provocar um impacto negativo significativo efetivo ou potencial no valor do investimento” (sublinhado nosso)⁹⁴;
- b) Como rapidamente se constatou, o sector financeiro é o sector ideal para promover, difundir e disseminar os objectivos de sustentabilidade em causa. Com efeito, sendo os bancos e os intermediários financeiros quem encaminha “a poupança” para as empresas, se esses bancos e intermediários financeiros, ao fazerem esse encaminhamento, usarem com um “filtro

⁹⁴ Artigo 2.º n.ºs 22 e 24 do SFDR.

- ESG”⁹⁵, isso promoverá a adopção por parte de toda a economia (todas as empresas) dos referidos critérios ESG; o sector financeiro funciona, com respeito à adopção dos factores de sustentabilidade, como um “aspensor”;
- c) É neste quadro que foi publicado o Regulamento n.º 2019/2088, de 27 de Novembro, conhecido por SFDR. Este regulamento veio estabelecer “regras harmonizadas de transparência aplicáveis aos intervenientes no mercado financeiro e aos consultores financeiros no que se refere à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e à consideração dos impactos negativos para a sustentabilidade nos seus processos, e à prestação de informações relacionadas com a sustentabilidade em relação a produtos financeiros” (art.º 1.º do Regulamento);
 - d) Seguiu-se o Regulamento n.º 2020/852, de 18 de Junho (conhecido pelo Regulamento da Taxonomia) que estabeleceu “critérios para determinar se uma atividade económica é qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental, com vista a estabelecer em que grau um investimento é sustentável do ponto de vista ambiental”;
 - e) Deve mencionar-se, finalmente, o Regulamento 2021/1253, de 21 de Abril, que, com efeitos a partir de 2 de Agosto de 2022, alterou o RD 2017/565; como fomos vendo ao longo do texto, esta alteração é particularmente relevante para os consultores de investimento, na medida em que os obriga não só a obter informação sobre as preferências dos clientes em matéria de sustentabilidade, como a incorporar, na selecção

⁹⁵ Um filtro que favorece as empresas ESG *compliant* (vg baixando o custo dos fundos) e que, simultaneamente, seja por essa razão de preço, seja por outras vias (vg obrigações ou compromissos de *best efforts* inseridos nos contratos de financiamento), incentiva as empresas à adopção de bons critérios ESG. Note-se que esta actuação dos bancos e intermediários financeiros, para além de resultar da sua vontade de contribuir para o desenvolvimento sustentável, é, por sua vez, incentivada por legislação como a que vamos referir e, no limite, por regras que condicionam a sua própria actividade (vg, agravamento, para efeitos de rácio de capital, da ponderação das exposições com má “classificação” ESG ou possibilidade de obtenção de *fundings* (vg do BCE) “mais barato” se e na medida em que consigam ligá-lo a exposições com “boa” classificação ESG.

das recomendações que façam, os factores ESG e aquelas preferências;

f) A disciplina em causa suscita uma questão interessante.

De acordo com o SFDR “*O presente regulamento mantém os requisitos que obrigam os intervenientes no mercado financeiro e os consultores financeiros a agir no interesse dos investidores finais, o que implica, entre outras medidas, o requisito de atuar com a diligência devida antes da realização de investimentos (...). A fim de cumprirem as suas obrigações ao abrigo das referidas disposições, os intervenientes no mercado financeiro e os consultores financeiros deverão integrar nos seus processos, inclusive nos seus processos de diligência devida, e deverão avaliar continuamente, não só todos os riscos financeiros pertinentes, mas também todos os riscos relevantes em matéria de sustentabilidade*” (considerando 12) e devem divulgar na informação pré-contratual informação sobre “*O modo como os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nos seus serviços de consultoria para investimento*” (artigo 6.º n.º 2 a) do Regulamento).

A questão que se coloca é o que significa e compreende esta “integração” e “avaliação” dos factores ESG pelo consultor.

Trata-se, sem qualquer dúvida, de algo mais do que recolher informação acerca das preferências do investidor ou dar ao investidor informação sobre a forma como o consultor considera os factores ESG.

O SFDR situa a “avaliação dos riscos de sustentabilidade” no quadro dos deveres de diligência e de lealdade (actuação no interesse do cliente). A lei impõe, assim, ao consultor um dever de tomar em conta os factores de sustentabilidade (factores ESG e os riscos a eles relativos) no processo de selecção dos conselhos a prestar. Que implicações tem este “tomar em conta? Como se equilibra a consideração destes factores de sustentabilidade com os objectivos financeiros de valorização do património do cliente?

Quando o cliente manifeste preferência por instrumentos financeiros a que subjazam investimentos sustentáveis ou que considerem, pelo menos, os impactos negativos na sustentabilidade (adiante, por simplificação, designados por “instrumentos susten-

táveis”), o “tomar em conta” das preferências de sustentabilidade parece seguramente significar que, perante instrumentos com igual potencial de valorização financeira, o consultor deve recomendar aqueles que sejam instrumentos sustentáveis. Já quando os instrumentos sustentáveis apresentarem um potencial de valorização inferior a outros, a opção será mais difícil. Remetemos, a este propósito, para os parágrafos seguintes.

Mais complexa é a situação em que o cliente não tenha manifestado uma preferência por instrumentos sustentáveis. Que deve o consultor fazer na selecção dos instrumentos financeiros a recomendar e que objectivos deve ter em conta?

À partida, parece que a resposta seria simples: o consultor deve, apenas, ter em conta objectivos financeiros, ou seja, recomendar aqueles que contribuirão mais para a valorização do património do cliente, independentemente de serem ou não instrumentos sustentáveis⁹⁶.

Só que a lei (neste caso o SFDR) parece conter uma espécie de “preferência pela sustentabilidade” que passa pela afirmação de uma convicção de que não há, propriamente, uma oposição entre objectivos de sustentabilidade e objectivos financeiros, sendo a situação antes a oposta: os instrumentos sustentáveis são afirmados como financeiramente mais adequados. É isso, com efeito, que parece decorrer do Considerando 19 do SFDR (ver sobretudo partes por nós sublinhadas): ***“A consideração dos fatores de sustentabilidade no processo de tomada de decisões de investimento e de processos de aconselhamento pode trazer benefícios para além do âmbito dos mercados financeiros. Pode aumentar a resiliência da economia real e a estabilidade do sistema financeiro. Ao fazê-lo, terá, em última análise, impacto no risco/rendimento***

⁹⁶ Não encontramos no regime da consultoria para investimento algo que se encontra previsto para o contrato de gestão de carteira: a indicação de que a actividade do gestor é teleologicamente dirigida à “valorização da carteira” (cf. artigo 335.º n.º 1 a) do CVM e, entre outros, Tiago Correia Moreira, ob. cit., pag 150). Mas, como refere, António Barreto Menezes Cordeiro (O Contrato de Gestão de Carteira, ob. cit., pag 16, onde afirma que ambos os contratos “(...) visam a valorização de uma concreta carteira de instrumentos financeiros.”), parece-nos que, como regra, a referida finalidade vale também para a consultoria.

dos produtos financeiros. *Por conseguinte, é fundamental que os intervenientes no mercado financeiro e os consultores financeiros forneçam as informações necessárias para permitir aos investidores finais tomar decisões de investimento informadas.*”. Ou seja, parece decorrer daqui que a lei considera que o investimento em instrumentos sustentáveis, mesmo que não tenha uma vantagem financeira imediata, tê-la-á sempre de forma mediata (por via do contributo favorável que tal investimento terá para a “resiliência da economia real” e da “estabilidade do sistema financeiro”).

À luz desta visão normativa dos benefícios e interesse do investimento em instrumentos sustentáveis, fica a dúvida se, na ausência de preferências por parte do cliente, se pode considerar compatível com a prossecução do seu interesse (tal como a lei o configura) a recomendação de instrumentos com maior rentabilidade imediata do que outros, mas que não sejam, instrumentos sustentáveis. Ou se, antes, se deve considerar que o interesse do cliente integra, por definição, e com prioridade, os factores de sustentabilidade, de tal modo que o dever de diligência e lealdade se encontra, hoje, “comprimido” (e com nova configuração) em resultado desta nova disciplina em matéria de sustentabilidade⁹⁷.

A questão que formulamos não encontra, assim, uma resposta fácil, até porque os próprios regulamentos da União contém indicações que não apontam uma linha muito clara e consistente. Efectivamente, se se encontra uma indicação como a do Considerando 19 do SFDR acima citado, encontramos, depois, no RD 2021/1253,

⁹⁷ Em que o “tomar em conta” os riscos de sustentabilidade e o preferir os produtos “sustentáveis” passa a impor-se, por se entender ser a sustentabilidade um valor do sector financeiro e da comunidade, num certo sentido modificando a perspectiva tradicional sobre as prioridades que normalmente se associam ao papel do consultor: de uma consultoria “*value driven*” (norteada pelo propósito de criação de valor para o cliente), para uma consultoria “*values driven*”, ou seja, uma consultoria guiada pelos valores do consultor ou da comunidade.

Aliás, uma outra dimensão do problema é a de saber se podem os objectivos/política do consultor em matéria de sustentabilidade impor-se ao (contra o) interesse do cliente de valorização financeira do seu património? Se o consultor definir que, por razões de política ESG, não recomenda acções de petrolíferas, apesar de, por hipótese, as mesmas apresentarem um enorme potencial de valorização, é isto compatível com o dever de prosseguir o melhor interesse do cliente?

de 21 de Abril, que alterou o RD 2017/565, indicações que parecem apontar para a inexistência da referida “preferência pela sustentabilidade” acima mencionada. Vejam-se as referências:

- do considerando 5 desse RD: *“De acordo com a obrigação que incumbe às empresas de investimento no sentido de agirem no interesse dos seus clientes, as recomendações feitas aos clientes e potenciais clientes devem refletir tanto os objetivos financeiros como quaisquer preferências em matéria de sustentabilidade por eles expressas”*;
- e a do considerando 8: *“É necessário esclarecer que os instrumentos financeiros que não são elegíveis para preferências individuais em matéria de sustentabilidade continuam a poder ser recomendados pelas empresas de investimento, mas não como instrumentos que correspondem às preferências individuais em matéria de sustentabilidade. A fim de permitir outro tipo de recomendações aos clientes ou potenciais clientes, sempre que os instrumentos financeiros não correspondam às preferências de um cliente em matéria de sustentabilidade, esse mesmo cliente deve ter a possibilidade de adaptar as informações relativas às suas preferências.”*⁹⁸.

3.5. Síntese do percurso de caracterização do Contrato de consultoria para investimento

Como resultado do percurso feito até aqui na caracterização do contrato de consultoria para investimento, podemos concluir pela sua caracterização com base nos seguintes aspectos:

⁹⁸ A segunda parte deste Considerando tem, depois correspondência no último parágrafo do n.º 10 do artigo 54.º do RD 2017/565: *“Se nenhum instrumento financeiro corresponder às preferências em matéria de sustentabilidade do cliente ou potencial cliente e este decidir adaptar as suas preferências, a empresa de investimento deve conservar registos da decisão do cliente, incluindo a respetiva justificação.”*

- a) Contrato bilateral e sinalagmático, da família dos contratos com função de troca⁹⁹;
- b) Contrato típico mas inominado;
- c) Necessariamente tendo como uma parte um intermediário financeiro ou um consultor para investimento autónomo;
- d) Tendo como outra parte um investidor (sem necessidade de prévia relação de clientela (não tem de existir acessoriedade relativamente a outro serviço de investimento));
- e) Objecto: a prestação de um serviço de investimento que se consubstancia na obrigação do consultor prestar ao investidor um aconselhamento personalizado relativo a transacções respeitantes a instrumentos financeiros; obrigação de agir no melhor interesse do cliente – situação fiduciária – dever de lealdade; obrigação que constitui, salvo disposição contratual em contrário, uma obrigação de meios;
- f) Desencadeia aplicação de disciplina legal extensa;
- g) Tem hoje como temas “novos” os temas do *robot advising* e da sustentabilidade.

3.6. Distinção de outros contratos próximos

Caracterizado que foi o contrato de consultoria para investimento, podemos confrontá-lo com outros contratos ou actividades:

- a) O contrato de consultoria para investimento distingue-se dos contratos relativos a outros serviços de investimento, designadamente daqueles que se traduzem na execução de decisões de investimento – arts 290.º a) e b) do CVM. A distinção reside, antes de mais, no facto de que a actividade de consultoria está “a montante” desses serviços, pois incide na fase da formação da decisão de investimento¹⁰⁰;

⁹⁹ Carlos Ferreira de Almeida, Contratos II, pags 111, 113 e 182

¹⁰⁰ Na prática do dia a dia, esta separação pode suscitar dificuldades. Por exemplo, quando se esteja perante a prestação do serviço de recepção e transmissão de ordens (na gíria, RTO) relativo a instrumentos emitidos por um intermediário, que seja simultaneamente consul-

- b) A assim designada, por exemplo, pela CMVM¹⁰¹, “mera comercialização de instrumentos financeiros” – a distinção tem a ver com o que decorre da caracterização que fizemos acerca da noção de conselho, como envolvendo um juízo de valor e uma exortação a uma determinada actuação; diz-nos a CMVM “*na consultoria para investimento há um elemento subjetivo, uma vez que está implícita a existência de uma opinião do prestador do serviço, o que engloba a análise que faz do próprio instrumento financeiro, bem como da sua adequação às circunstâncias especiais de um cliente específico (suitability). Na comercialização de instrumentos financeiros, a informação/promoção prestada não tem implícita a existência de um juízo de valor, são apenas prestadas informações quanto às características do instrumento financeiro*”;
- d) A Consultoria prevista na alínea d) do artigo 291.º do CVM (consultoria sobre a estrutura de capital, a estratégia industrial e questões conexas, bem como sobre a fusão e a aquisição de empresas); o critério de distinção reside no objecto do conselho, que na consultoria para investimento, são transacções sobre instrumentos financeiros;
O mesmo vale para os consultores em matéria de votação, hoje (vide novos artigos 26.º-H e 26.º-L do CVM) actividade sujeita a supervisão da CMVM – fornecimento de estudos, pareceres ou recomendações relacionados com o exercício do direito de voto;
- e) Actividade de estudos de investimento/análise financeira/recomendações genéricas – *research* (artigo 291.º d) do CVM);

tor, é muitas vezes questionado se na base da ordem não houve consultoria. É que, dado o interesse do intermediário em “vender” os instrumentos por si emitidos, pode considerar-se pouco credível a afirmação de que a ordem resultou exclusivamente da iniciativa do cliente. O risco de essa questão se colocar e de, num cenário em que os instrumentos adquiridos se venham a desvalorizar, o cliente vir, em tribunal, a defender que na base da sua ordem esteve um conselho, leva, por vezes, alguns intermediários a preferir só comercializar instrumentos próprios num quadro assumidamente de consultoria.

¹⁰¹ Na FAQ da CMVM “O que distingue a consultoria para investimento da mera comercialização de um instrumento financeiro?” das Perguntas e Respostas sobre novas regras para os mercados e instrumentos financeiros (DMIF II) de 1.08.2018.

o critério de distinção reside no facto de os conselhos prestados na consultoria para investimento serem conselhos personalizados, que têm em conta a situação de um investidor determinado, enquanto que no *research* esse conselho é genérico e focado e determinado em função das características do instrumento financeiro objecto do mesmo.

4. Aspectos Complementares

Trataremos, nesta parte final, de três aspectos complementares do tema até agora abordado:

- A articulação entre a consultoria e as regras de governo de produtos;
- Aspectos da “prática” da consultoria;
- A extensão da disciplina da consultoria para investimento a domínios extra mobiliários.

4.1. A articulação entre a consultoria e as regras de governo de produtos

O CVM contém, desde a sua alteração realizada pela Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho, uma disciplina sobre aquilo que se designou por aprovação e distribuição de instrumentos financeiros¹⁰², que, no quadro deste regime, são designados por produtos¹⁰³ (vide artigos 309.º-I a 309.º-O).

A disciplina é muito extensa, pesada¹⁰⁴ e complexa e não iremos aqui tratá-la¹⁰⁵.

¹⁰² Foi, também, introduzido um regime “paralelo” no plano bancário, para depósitos e produtos de crédito: vide artigos 90.º-A a 90.º-D do RGICSF

¹⁰³ O termo “produtos” entrou, assim, decididamente, no léxico do direito dos valores mobiliários.

¹⁰⁴ Este “peso”, provavelmente excessivo, já levou o legislador a excluir de parte do seu âmbito as obrigações “simples” e a distribuição a contrapartes elegíveis: vide o artigo 309.º-O do CVM, recentemente introduzido no CVM.

¹⁰⁵ Sobre o tema, ver o nosso “Regime da produção e distribuição de produtos financeiros

O ponto que se pretende assinalar é que o conceito de distribuição consagrado no CVM (artigo 309.º-I n.º 4 b)) inclui a consultoria. Por essa razão as normas sobre distribuição de produtos e os deveres impostos aos distribuidores são aplicáveis ao consultor para investimento.

O cerne do novo regime e dos deveres que são por ele impostos está:

- a) na obrigação de definir um mercado alvo para cada produto que se distribui (vide art 309.º-K n.º 2), entendido esse mercado alvo como categorias ou grupos de investidores, definidos em função da sua caracterização à luz de parâmetros que incluam, pelo menos, aqueles que já identificámos quando tratámos atrás do dever de adequação: conhecimento e experiência, situação financeira, objectivos;
- b) na obrigação de realizar essa definição de mercado alvo do produto obedecendo à seguinte directriz: assegurar que o produto é adequado para satisfazer as necessidades dos investidores incluídos no referido mercado alvo; dito de outra forma, perante um determinado produto, construir o seu mercado alvo incluindo no mesmo apenas os tipos de clientes cujas necessidades sejam por esse produto satisfeitas.

Tipicamente, o que sucede é que um distribuidor é confrontado com um produto já existente e um mercado alvo definido pelo respectivo produtor. O distribuidor tem, então, de (i) decidir se pretende distribuir o produto e (ii) caso aprove essa distribuição, decidir, tendo em conta o conhecimento que tem dos seus clientes, se

e sua articulação com um dos aspectos do regime das ordens para a sua aquisição (artigo 326.º n.º 3 do CVM), in *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, pags 777 e seguintes. Ver também, Paulo Câmara, “DMIF II: a nova pedra angular do Direito dos Mercados Financeiros”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, pags 209-211 e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª edição, 2018, pags 439-442 e Tiago dos Santos Matias, “Product Intervention na DMIF II: Nótulas sobre o último poder...”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, pags 265-270.

deve manter a definição do mercado alvo definido pelo produtor ou restringi-la.

Note-se que a definição do mercado alvo de um produto, ou seja a delimitação dos tipos de clientes a incluir nele, exige um juízo de adequação: exige a identificação das características do produto e do tipo de necessidades/interesses que o mesmo permite satisfazer (vg o risco do produto e a relação com a sua rentabilidade), e, depois, a selecção de tipologias de clientes que apresentem aquelas necessidades/interesses, com isso estabelecendo o referido nexo de adequação entre produto e clientes. Este juízo de adequação não é o mesmo que encontramos quando atrás (ponto 3.4.5.) analisámos o dever de adequação: enquanto que o juízo de adequação que deve ser realizado em cumprimento do dever de adequação é um juízo realizado em função de um investidor concreto, este que agora estamos a analisar é um juízo abstracto, no sentido que “trabalha” com tipos de clientes. Ele é, para além disso, feito num momento anterior: é feito no momento em que o intermediário tem de tomar a decisão de distribuir o produto. O juízo de adequação em cumprimento do dever de adequação só tem de ser realizado numa fase posterior, quando, tendo decidido distribuir o produto, o intermediário estiver perante um investidor concreto. Neste sentido, o juízo de adequação do distribuidor está a montante do juízo de adequação em cumprimento do dever de adequação: o primeiro estabelece uma adequação para um tipo de investidores, o segundo para um investidor concreto.

Ao juízo de adequação do distribuidor não é indiferente o tipo de serviço que está na base dessa distribuição. Para um mesmo tipo de cliente, um serviço que lhe assegure mais protecção, permite, à partida, distribuir-lhe produtos mais complexos. Ou seja, quanto maior o nível de protecção do tipo de serviço, mais extenso poderá ser o mercado alvo. Assim, por exemplo, na prestação do serviço de consultoria, o distribuidor tem acesso a um nível elevado de informação sobre o investidor e, portanto, pode fazer juízos de adequação concretos mais finos¹⁰⁶ do que no âmbito, por exemplo, de um serviço de execução de ordens, em que, mesmo a avaliação dos conheci-

¹⁰⁶ No sentido de mais granulares e, portanto, “mais à medida” do investidor em causa.

mentos e experiência, pode, em determinados casos, ser dispensada. Como consequência, o distribuidor “consultor” pode distribuir (no caso aconselhar) ao investidor certos produtos que um distribuidor “executor de ordens” não poderá distribuir a esse mesmo cliente.

Em suma, sendo o consultor considerado um distribuidor, ele terá de decidir que produtos irá distribuir, ou seja, qual a gama de produtos que aconselhará, definindo simultaneamente os respectivos mercados alvos. Para isto, deverá o consultor ter em conta as necessidades e objectivos dos tipos dos seus clientes e as características dos produtos.

Uma última nota para reforçar a distinção entre o juízo de adequação que está presente na definição do mercado alvo para um determinado produto e o juízo de adequação realizado em cumprimento do dever de adequação analisado no ponto 3.4.5.. O facto de um determinado cliente estar integrado no mercado alvo de um determinado produto não significa que, depois, quando se proceda à avaliação da adequação de uma operação de aquisição desse produto para esse cliente, a conclusão seja necessariamente positiva. Tomemos um exemplo: o consultor decide que pode recomendar derivados a clientes com património superior a 1 M – (ou seja, define como mercado alvo para derivados os clientes com património desse valor); depois, quando se coloca a questão de saber se para o seu cliente X, que tem património superior a 1 M –, é adequado adquirir um derivado, a conclusão pode ser negativa (vg porque o cliente não tem necessidades de cobertura, porque indicou não pretende operações com finalidades especulativas, etc).

4.2. Aspectos da “prática” da consultoria

O regime da consultoria que temos vindo a analisar foi sendo posto em prática pelos consultores e dessa aplicação prática resultam alguns aspectos que são interessantes.

4.2.1. O primeiro tem a ver com a sequência que conduz à celebração de contratos de consultoria e a forma como a mesma é prestada.

Primeira nota: é mais frequente a consultoria ser prestada numa lógica global de carteira do que pontualmente e tendo por objecto instrumentos financeiros isolados.

Segunda nota: a sequência que é muitas vezes seguida é a seguinte:

- O cliente indica que pretende recorrer ao serviço de consultoria;
- O cliente identifica a parte do seu património que pretende que seja objecto/coberto por esse serviço, o qual, muitas vezes, é deslocado para uma conta específica;
- É celebrado o contrato de consultoria e, se for o caso, aberta a conta específica para esse fim;
- O cliente responde a um questionário, que constitui o meio de o consultor recolher a informação de que necessita para os fins que atrás analisámos (informação sobre conhecimentos e experiência, situação financeira e objectivos);
- Com base nas respostas ao questionário, o consultor determina o perfil do cliente; é frequente que o consultor tenha identificados perfis padronizados e designados por expressões sintéticas (por exemplo, conservador, moderado, agressivo), pelo que a determinação do perfil do cliente corresponderá à arrumação do cliente num desses perfis previamente definidos;
- O consultor tem desenhados modelos de carteiras para cada um dos perfis; cada um destes modelos de carteiras apresenta diferentes características (vg em sede de risco/rentabilidade; níveis de volatilidade; classes de activos; limites de concentração; liquidez., etc) e corresponde a uma combinação de diferentes tipos de instrumentos financeiros, realizada tendo em conta o peso de cada um no conjunto; trata-se de um modelo que, pelas suas características e composição, o consultor ajuíza como adequado para o respectivo perfil de cliente, assim assegurando, desde logo, a adequação que a lei lhe impõe que assegure;

4.2.2. O modelo de negócio dos consultores (no sentido do racional económico da sua actuação) tem tendido para se diferenciar em

função de estar em causa uma consultoria não independente ou independente¹⁰⁷.

Efectivamente, na consultoria não independente a remuneração do consultor tende a resultar, sobretudo das retrocessões (*inducements*) que lhe são pagas pelos emitentes dos instrumentos financeiros adquiridos pelos clientes na sequência da recomendação nesse sentido efectuada. A remuneração paga pelo cliente da consultoria tende a ter um peso relativo menor do que aquelas retrocessões, podendo mesmo não existir.

Já na consultoria independente, pelas razões que analisámos, a remuneração do consultor assenta na remuneração que lhe é paga pelo cliente (na comissão prevista no contrato de consultoria).

Dadas as limitações que existem com respeito ao recebimento dos *inducements* que atrás analisámos, bem como aos conflitos de interesse que geram, não é de excluir que também na consultoria não independente se caminhe, no futuro, para este último modelo remuneratório.

4.3. A extensão da disciplina da consultoria para investimento a domínios extra mobiliários

O último aspecto complementar que pretendemos focar é o sublinhado de um fenómeno que se tem vindo a observar: o da extensão do standard mobiliário em sede de consultoria a outros campos.

¹⁰⁷ Sublinhando o potencial impacto da distinção das duas bases da consultoria, Ana Perestrelo de Oliveira afirma (ob. cit, pags 224-225) que “(...) o novo regime indirectamente imposto para o financiamento da actividade de consultoria para investimento independente vem anunciar modificações profundas: não só a unidade de regime até agora vigente desaparece, como é a própria concepção global da indústria que terá de ser revista.”. Concordando que a referida distinção tem impactos relevantes, parece-nos (hoje, em 2022 – a autora escrevia em 2017) que não só, como referimos atrás, a ruptura na unidade do regime da consultoria para investimento é limitada, como, na linha do referido no último parágrafo deste ponto do texto, não é de excluir que se comece a desenhar uma tendência para, mesmo na consultoria não independente, o modelo remuneratório ser o de comissões pagas pelo cliente. Trata-se de um modelo mais claro para o cliente, que evita os conflitos que os “*inducements*”, mesmo quando permitidos, criam, e que, nesse quadro, é um modelo mais seguro para os intermediários/consultores.

Os exemplos que queremos dar têm a ver com o domínio bancário.

Em 2018, através da Lei n.º 35/2018 de 20 de Julho, na sequência da sua disciplina na DMIF II, foi aprovado o regime jurídico da conceção, comercialização e prestação de serviços de consultoria relativamente a depósitos estruturados.

O que é aqui relevante assinalar é que a disciplina consagrada relativamente à consultoria sobre depósitos estruturados segue, em muitos aspectos, o modelo que se encontra consagrado para a consultoria para investimento e que atrás analisámos (veja-se, por exemplo, o modo como é delimitado o conceito de consultoria e a obrigação característica do consultor e o artigo 10.º deste regime e o dever de adequação nele consagrado).

Um outro exemplo é o do regime consagrado em matéria de consultoria relativa a contratos de crédito, mais em concreto o regime aprovado pelo DL n.º 81-C/2017, de 7 de Julho, na parte em que regula a prestação de serviços de consultoria relativos a contratos de crédito (vg arts 1.º, 2.º, 7.º e 64.º a 70.º). Mais uma vez vimos encontra aqui o modelo que analisámos na consultoria para investimento, seja quanto á delimitação da obrigação característica do consultor, seja quanto à consagração de um dever de adequação.

Compreende-se esta “exportação” do modelo da consultoria para investimento do plano mobiliário para outros campos. Trata-se de um modelo mais antigo e mais experimentado e, por outro lado, esses outros campos não são distantes, no tipo de problemas que suscitam, do dos instrumentos financeiros.

5. Conclusão

Concluimos, assim, este percurso dirigido a caracterizar o contrato de consultoria para investimento regulado no CVM.

Trata-se de um contrato que continua a ganhar relevância (utilização) e maior atenção legislativa.

Admitimos que se chegou a uma fase em que seria importante algum esforço no sentido da sistematização da disciplina existente, atualmente muito dispersa, com sobreposições e, por vezes, faltas de articulação. Sem prejuízo desse esforço de sistematização, há

sempre desafios novos que se colocam e para os quais se pode vir a justificar alguma intervenção legislativa. Sem sermos exaustivos, esse poderá ser o caso dos seguintes:

- o uma revalidação do caminho percorrido quanto aos investidores não profissionais / consumidores: o direito da União e o CVM evoluíram de uma protecção assente na prestação de informação para um regime que poderíamos chamar “assistencial”¹⁰⁸: será esse o modelo adequado ou poderá o mesmo revelar-se demasiado pesado, prejudicando o desenvolvimento

¹⁰⁸ Margarida Azevedo Almeida, apesar de situar o dever de adequação no âmbito de uma tutela informativa e de referir que “(...) a lei mobiliária rejeita um modelo paternalista que proteja o investidor da sua própria irracionalidade” e de defender (parece-nos que *de jure condendo*) um modelo de protecção de investidor que vá além do modelo informativo (ob. cit., pag 423), considera que as obrigações de conduta dos intermediários financeiros perante os clientes “representam verdadeiras obrigações de assistência do intermediário financeiro” (ob. cit., pag 411).

Recordamos, a esse propósito, as palavras de Carlos Osório de Castro (de 1997), “A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários, ob. cit. pag 338: “*Note-se que os deveres de informação que a lei põe a cargo dos intermediários financeiros não desmentem a ideia de auto-responsabilização dos investidores, mesmo se acrescentarmos que a protecção dos investidores se insere no âmbito mais vasto da defesa do consumidor. Se bem que aquela protecção não assente, por conseguinte, no modelo do homo oeconomicus, ou seja, no padrão de homem conhecedor e criterioso a que apenas é preciso proporcionar as informações necessárias, não se vai com isso ao ponto de converter o intermediário em tutor do investidor (...)*”. Reconhecendo que estas palavras, apesar do tempo passado, continuam genericamente válidas, é verdade que houve evoluções relevantes na lei, evoluções que, a nosso ver, levam a que se deva entender que se está já além do modelo de protecção do investidor puramente informativo. É esse “mais além” que no texto assinalamos com o termo “assistencial”.

Manuel Carneiro da Frada – ob. cit., pags 403-404 – (citando, também, neste passo do seu texto, Catarina Monteiro Pires e o seu artigo “Entre um modelo correctivo e um modelo informacional no direito bancário e financeiro”) sublinha a divisão e a tensão, no que respeita aos modelos de protecção do investidor, entre o modelo informativo e o modelo correctivo (de controlo do mérito) e a inspiração que os mesmos colhem, respectivamente, dos valores da autonomia e da justiça: “(...) uma ordem jurídica que – como o direito português – respeita a preserva a autonomia da pessoa não pode, evidentemente, partir de um modelo correctivo e universalizá-lo. Mas uma ordem jurídica que se queira vinculada à justiça também não pode rejeitar absolutamente esse modelo(...). Estes dois valores estão pois chamados a combinar-se, harmonizando-se numa síntese superadora de clivagens e tensões (...)”. É essa síntese (uma síntese que tenha também em considerações temas de eficiência operacional

do mercado de capitais europeu? Poderá, pelo menos, haver domínios em que essa evolução seja reponderada?

- o uma reavaliação do regime do governo de produtos, demasiado pesado, ponderando se não será possível uma articulação mais eficiente entre a definição do mercado alvo e o dever de adequação;
- o maior clareza quanto às implicações do comando de ponderação dos factores de sustentabilidade no quadro do dever de prosseguir o melhor interesse dos clientes;
- o o tratamento das especificidades da consultoria com base em sistemas automatizados (robots).

27 de Julho de 2022

do mercado e um bom equilíbrio custos/benefícios) que, para bem dos mercados de capitais português e europeu, é fundamental encontrar e pôr em prática.

