



CATÓLICA

RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

LISBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL CALVÃO TELES

DIREITO
católicaTeses

**Bernardo Maria
Gentil Martins Cortes**

O regime dos *inducements* à luz da DMIF II

UNIVERSIDADE CATÓLICA EDITORA

**Bernardo Maria
Gentil Martins Cortes**

**O regime dos
inducements
à luz da DMIF II**

UNIVERSIDADE CATÓLICA EDITORA

Título O regime dos *inducements* à luz da DMIF II

Autor Bernardo Maria Gentil Martins Cortes

Coleção Direito Católica Teses | e-Book

© Universidade Católica Editora

Capa Ana Luísa Bolsa | 4 ELEMENTOS

Revisão editorial António Brás

Conceção Gráfica Magda M. Coelho | acentográfico

Data setembro 2020

ISBN e-book 9789725407387

Universidade Católica Editora

Palma de Cima 1649-023 Lisboa

Tel. (351) 217 214 020

uce@uceditora.ucp.pt | www.uceditora.ucp.pt

Índice

Introdução	6
Capítulo I – Proibição genérica de <i>inducements</i> no âmbito da DMIF II	8
1.1. Exceções à norma proibitiva geral	13
1.2. Um contributo da DMIF II – Concretização dos critérios legitimadores de <i>inducements</i>	15
1.3. O dever de conservação de documentos e o dever de informação	21
Capítulo II – Proibições específicas de <i>inducements</i> no âmbito da DMIF II	25
2.1. A consultoria para investimento a título independente	30
2.2. A gestão de carteiras	34
2.3. Os benefícios não monetários não significativos	38
Capítulo III – <i>Research</i> enquanto <i>inducement</i>	43
3.1. Aplicação do regime dos <i>inducements</i> às recomendações de investimento – Uma questão controversa	45
3.2. Recebimento legítimo de <i>research</i> oneroso	48
3.3. <i>Research</i> como um benefício monetário não significativo	53
3.4. Imposição de obrigações adicionais (<i>gold-plating</i>)	55
Capítulo IV – Proteção dos investidores como fim em si mesmo?	
Efeitos negativos do regime dos <i>inducements</i> DMIF II	59
Bibliografia	67

Keywords: *inducements, MiFID II, conflict of interest, duty to act in the best interest of the client, ESMA, independent investment advice, portfolio management, research, investor protection*

Abstract

In the aftermath of the 2010 European debt crisis, the practice of inducements by investment firms in relation to the provision of investment services to their clients has been an exceedingly controversial subject. Despite being a common practice of day-to-day conduct of business by financial institutions, the receiving of inducements paid by a third party has been widely regarded as a major factor from which conflicts of interest might arise between the investment firm and the client.

In this vein, the Directive 2014/65/EU (also known as the Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II) introduced a series of new provisions regarding inducements intended to strengthen the protection of investors and increase clarity to clients as to the service they are receiving. Particular focus was given to the newly created independent investment advice and the traditional portfolio management – with the European legislator subjecting both of these investment services to specific and more restrictive rules – as well as to research as a possible form of non-monetary inducements.

In this paper I seek to: i) analyze the general prohibition regarding inducements established by the MiFID II and compare it to the framework present in the MiFID I; ii) examine and assess the implementation of a distinctly prohibitory set of rules for the two abovementioned investment services; iii) discuss the merits of the new notion of research as an inducement; and lastly iv) judge the effectiveness of the said solutions and their impact in the desired achievement of a higher degree of investor protection.

Introdução

O presente estudo tem por objeto o regime dos benefícios, ou *inducements*, introduzido pela Diretiva 2014/65/UE, de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II).

A escolha deste tema prende-se, fundamentalmente, com três razões: em primeiro lugar, a recente entrada em vigor deste regime dos *inducements* nos diversos ordenamentos europeus que permite examinar e apreciar as suas primeiras implicações práticas para os diversos sujeitos do mercado – implicações essas porventura não antecipadas pelo legislador; em segundo lugar, o facto de a DMIF II ter introduzido alterações bastante significativas em relação ao regime vigente anterior estabelecido pela Diretiva 2004/93/CE, de 21 de abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF I), justificando-se, como tal, uma análise das novas regras; finalmente, e em terceiro lugar, a importância que a problemática do recebimento de *inducements* assume na relação entre as empresas de investimento e os seus clientes enquanto uma das principais causas de conflitos de interesses.

Tendo dito isto, o objetivo deste estudo consiste precisamente em analisar o novo regime dos *inducements* nas suas diversas vertentes, e, em última análise, os seus efeitos materiais no mercado financeiro europeu. Neste sentido, o Capítulo I centrar-se-á na proibição genérica de recebimento de *inducements* por parte de empresas de investimento, no âmbito da prestação de serviços de investimento que não a consultoria para investimento a título independente e a gestão de carteiras. Especial relevo será dado à concretização dos critérios legitimadores dos *inducements*, questão muito controvertida durante a vigência do regime da DMIF I e que o novo diploma procurou resolver.

O Capítulo II, por sua vez, debruçar-se-á sobre o regime das proibições específicas de recebimento de *inducements*, aplicáveis às empresas de investimento apenas quando estas prestem serviços de consultoria para investimento a título independente e/ou de gestão de carteiras – a grande inovação da DMIF II em matéria de *inducements*. A análise deste capítulo incidirá igualmente sobre o regime dos benefícios não monetários não significativos, a única exceção prevista nestas normas proibitivas.

No Capítulo III, as novas regras relativas às recomendações de investimento enquanto *inducements*, também elas uma novidade trazida pela DMIF II, assumem o papel central da análise, com a norma que permite a imposição de obrigações adicionais pelos Estados-membros em matéria de *inducements* (*gold-plating*) a também merecer a atenção deste capítulo.

Finalmente, no Capítulo IV, que serve de conclusão a este estudo, procurarei examinar criticamente as consequências do regime dos *inducements* DMIF II no mercado financeiro e averiguar se aqueles que são os objetivos do legislador com este diploma são efetivamente alcançados na prática.

Capítulo I

Proibição genérica de *inducements* no âmbito da DMIF II

A proibição genérica de recebimento ou pagamento de benefícios por parte de empresas de investimento, no âmbito da prestação de serviços de investimento a clientes, encontra-se consagrada no art. 24.º/9 da DMIF II, transposta para o ordenamento jurídico português no art. 313.º/1 do CdVM. De acordo com o referido preceito, considera-se que as empresas de investimentos estão a incumprir as obrigações de gestão de conflitos de interesses e o dever de agir no melhor interesse do cliente (consagrados nos arts. 23.º e 24.º/1 da DMIF II, respetivamente) caso paguem ou recebam remunerações ou comissões, proporcionem ou sejam destinatárias de prestações não monetárias associadas à prestação de um serviço de investimento ou um serviço auxiliar.

Esta é uma norma que se mantém praticamente inalterada em relação ao regime estabelecido pelo «pacote legislativo» DMIF I, que, na sua Diretiva de Nível 2 (Diretiva de Implementação DMIF I)¹, determinou não se considerar que as empresas de investimento tenham atuado de forma honesta, equitativa e profissional e em função do interesse de um cliente se, relativamente à prestação de um serviço de investimento ou auxiliar ao cliente, tenham recebido ou pago qualquer remuneração ou comissão, ou tenham proporcionado ou obtido qualquer benefício não pecuniário².

¹ Diretiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de agosto de 2006.

² Art. 26.º/1 da Diretiva de Implementação da DMIF I.

Essencialmente, no que diz respeito a ambas as normas, o legislador europeu optou por estabelecer uma presunção legal, presumindo que, ao existir algum tipo de *inducement* relacionado com a empresa de investimento, esta não estaria a agir no melhor interesse do cliente, ainda que, no caso específico, o pagamento em questão não tivesse qualquer influência (ou, pelo menos, qualquer influência negativa) na relação da primeira para com o segundo – isto é, mesmo nos casos em que o interesse do cliente (em que o seu dinheiro seja canalizado para o melhor investimento possível) coincida com o interesse da empresa de investimento (em receber uma comissão de um terceiro por ter investido, direta ou indiretamente, o dinheiro do seu cliente em determinado investimento).

Esta trata-se de uma presunção legal *juris et de jure*, na medida em que, excluindo as exceções previstas no art. 24.º/9/a) e b) da DMIF II, nas quais esta inferência não se aplica, não admite prova em contrário³. Como decorre do Código Civil, as presunções *juris tantum* (isto é, aquelas que podem ser ilidíveis por prova em contrário) constituem a regra, ao passo que as presunções *juris et de jure* são a exceção⁴, uma vez que não é admissível, sem mais, que a lei retire à parte a possibilidade de provar que a presunção não corresponde à verdade no caso concreto⁵. Trata-se, como tal, de uma presunção legal particularmente gravosa que o legislador europeu considerou adequada aplicar à questão dos *inducements*. Cumpre, então, verificar o seu fundamento.

³ Ainda que a empresa de investimento seja capaz de provar que a ação que tomou era objetivamente aquela que melhor correspondia ao interesse do cliente mesmo tendo recebido uma comissão de um terceiro, visto estarmos perante uma presunção inilidível, a presunção de que a empresa não cumpriu os seus deveres para com o cliente continuará a aplicar-se, a menos que seja afastada por uma das exceções previstas no art. 24.º/9 da DMIF II.

⁴ Ambas previstas no art. 350.º/2 do CC.

⁵ Vaz Serra, Adriano, «Provas: direito probatório material», in *Boletim do Ministério da Justiça*, n.ºs 110-112, p. 35.

Nas palavras do Considerando 74 da DMIF II: «A fim de reforçar a proteção dos investidores e aumentar a clareza para os clientes quanto ao serviço que recebem, é igualmente conveniente limitar a possibilidade de as empresas que prestam os serviços de consultoria para investimento a título independente e o serviço de gestão de carteiras aceitarem e reterem remunerações, comissões ou outros benefícios pecuniários e não pecuniários provenientes de terceiros e, em especial, de emitentes ou prestadores de serviços.» Apesar de este Considerando se referir especificamente aos serviços de consultoria para investimento a título independente e de gestão de carteiras, a justificação por este apresentada aplica-se de igual forma aos restantes serviços de investimento, na medida em que a teleologia subjacente a ambas as proibições é praticamente idêntica, diferindo a primeira apenas por ser mais restritiva.

A problemática do recebimento de *inducements* é, deste modo, enquadrada pela DMIF II na questão mais ampla do conflito de interesses⁶, como de resto se constata no art. 23.º/1 do referido diploma, no qual recebimento de benefícios de terceiros é destacado como uma possível causa deste fenómeno. Importa esclarecer que, para efeitos do que é aqui escrito, entende-se existir um conflito de interesses quando estejam preenchidos os seguintes requisitos: (i) interesses conflitantes; (ii) poder decisório e margem de discricionariedade; (iii) dever de agir no interesse de outrem/dever de lealdade⁷.

⁶ Sobre esta temática, *ver* Grundmann, Stefan, Hacker, Phillip, *Conflicts of Interest, in Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, Danny Busch/Guido Ferrarini (eds.), 1.ª edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017; e Ferreira Gomes, José, «Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a DMIF II», *in* Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017.

⁷ Patrício Carmo, Maria do Mar, «Conflitos de interesse na intermediação financeira – Uma abordagem à luz da DMIF II e tomando como paradigma o Banco como Intermediário Financeiro», LLM (Católica Global School of Law), *Working Paper*, n.º 3/2018, disponível em: <https://governancelab.org/conflitos-de-interesse-na-intermediacao-financeira/>.

O dever de agir no interesse de outrem decorre de o dever geral de lealdade e encontra-se previsto no art. 24.º/1 da DMIF II, que estabelece a exigência de as empresas de investimento, no âmbito da prestação de um serviço de investimento ou auxiliar, atuarem de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos melhores interesses do cliente (*duty to act in the best interest of the client*)⁸. Este é, portanto, um dever transversal à atuação de qualquer empresa de investimento⁹, inerente ao seu papel enquanto intermediário financeiro.

De igual modo, é comum, no âmbito das relações comerciais entre um intermediário financeiro e o seu cliente, que o primeiro possua um amplo poder decisório e margem de discricionariedade para tomar as decisões que melhor sirvam o interesse do cliente, especialmente nos casos da consultoria para investimento e gestão de carteiras. Na grande maioria das vezes, fruto da assimetria informativa, o cliente encontra-se numa posição enfraquecida em relação à empresa de investimento que contrata, na medida em que esta, pela confiança que aquele deposita nela, tem a possibilidade de influenciar e até controlar (positiva ou negativamente) o investimento do cliente. O potencial de abuso será tanto maior quanto maior seja a assimetria informativa entre o intermediário financeiro e o seu cliente e a discricionariedade por este conferida aquele¹⁰.

⁸ Ver Enriques, Luca, e Gargantini, Matteo, «The overarching duty to act in the best interests of the client in MiFID II», in Busch, Danny / Ferrarini, Guido (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 1.ª edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017; Carneiro da Frada, Manuel, «A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros», in Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017; e Engrácia Antunes, José, «Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos», *Cadernos MVM*, n.º 56 (2017); Barreto Menezes Cordeiro, António, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016.

⁹ Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, 2018, p. 420.

¹⁰ Ferreira Gomes, José, *supra* nota 6, p. 231.

É relativamente ao requisito da existência de interesses conflitantes que a questão dos *inducements* assume o papel central. Em teoria, o interesse de uma empresa de investimento será prestar o seu serviço de investimento de acordo com o melhor interesse do seu cliente, não só porque tem o dever jurídico de tal, mas também porque é remunerada por este e a sua reputação no mercado depende do bom serviço que preste aos seus clientes¹¹. No entanto, a existência de um *inducement* de um terceiro tem o potencial de desvirtuar esta relação. Imagine-se, por exemplo, uma situação em que um pequeno investidor, sem grandes conhecimentos do mercado financeiro, contrata uma empresa de investimento para lhe prestar um serviço de consultoria para investimento e que, sem tal comunicar ao cliente, esta última recebe uma comissão sempre que privilegiar os instrumentos financeiros de determinado terceiro no exercício da sua consultoria. Se a comissão for suficientemente relevante, a empresa de investimento pode cair na tentação de aconselhar o cliente contra o seu melhor interesse, privilegiar esse terceiro e receber uma comissão. Nesta situação criar-se-á então um conflito de interesses na esfera do intermediário financeiro, ou, mais corretamente, um conflito entre o interesse do próprio intermediário em receber o *inducement* e o seu dever de agir no interesse do cliente¹².

O risco real da empresa de investimento violar o seu dever de lealdade para com o cliente, dando primazia ao seu próprio interesse, justifica, na ótica do legislador europeu, o estabelecimento da presunção inidêntica supra-analisada, de modo a reforçar a proteção dos investidores

¹¹ Como afirma George Papaconstantinou, a exploração do conflito de interesses por parte de uma empresa de investimento pode ter relevantes consequências reputacionais, levando a uma erosão do rendimento à medida que os seus clientes se viram para firmas concorrentes. *Investment Bankers in Conflict: The Regime of Inducements in MiFID II and the Member States' Struggle for Fairness* (dezembro, 2016), p. 363, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3299630>.

¹² Leite Borges, Sofia, «A consultoria para o investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)», *RDS*, VIII (2016), n.º 2, p. 300.

e aumentar a clareza para os clientes quanto aos serviços que recebem, porventura em detrimento das próprias empresas de investimento, que, como consequência deste regime proibicionista, veem ser-lhes negada uma tradicional fonte de rendimento. Por outras palavras, o receio que, com a concessão de eventuais benefícios, o intermediário seja tentado a escolher prosseguir outros interesses que não os dos seus clientes¹³, leva a que o Direito presuma o sentido da escolha e previna a tentação, eliminando deste modo a possibilidade de abuso¹⁴. Acrescente-se ainda que esta presunção *juris et de jure* constitui, naturalmente, uma forma muito mais eficaz de desincentivar o recebimento ou pagamento de benefícios do que aquela providenciada por uma presunção *juris tantum*, já que é marcadamente mais gravosa para a empresa de investimento.

1.1. Exceções à norma proibitiva geral

Como já foi referido, foram consagradas algumas exceções à regra geral de proibição que afastam a aplicação da presunção analisada. Estas exceções encontram-se previstas no próprio art. 24.º/9 da DMIF II, tendo sido igualmente transpostas para o regime jurídico nacional nas alíneas *a)*, *b)* e *c)* do art. 313.º/1 do CdVM.

A primeira destas exceções é a de que a proibição de *inducements* não se aplica quando o benefício em causa seja pago por ou ao cliente, ou a pessoa em seu nome. A razão desta exceção é evidente – se é o cliente que paga ou recebe a comissão então estaremos no âmbito da relação direta (*direct fees*) deste com a empresa de investimento, estando aqui em causa a remuneração pelos serviços prestados, pelo que esta última não terá, em princípio, qualquer incentivo para agir contra o melhor

¹³ Barreto Menezes Cordeiro, António, *supra* nota 8, p. 302.

¹⁴ Ventura, Raúl, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992.

interesse do cliente¹⁵. Além disso, sendo o próprio cliente o responsável pelo *inducement*, é ele que determina até que ponto este serve de incentivo¹⁶. No entanto, de acordo com as Recomendações do *Committee of European Securities Regulators (CESR)*¹⁷ a propósito dos *inducements* à luz da DMIF I, o facto de o custo económico de o benefício ser suportado pelo cliente não é suficiente, por si só, para que se possa considerar que este se encontra no âmbito da relação direta entre a empresa de investimento e o cliente, pelo que outros fatores terão de ser tidos em conta de modo a se averiguar a permissibilidade desse benefício¹⁸.

Quanto à segunda exceção, esta encontra-se prevista nas alíneas a) e b) do art. 24.º/9 da DMIF II e estabelece que se admite que as empresas de investimento paguem ou recebam remunerações ou comissões, proporcionem ou sejam destinatárias de prestações não monetárias associadas à prestação de um serviço de investimento ou a um serviço auxiliar, a ou por outros, se o benefício (a) se destine a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente, (b) não interfira na obrigação da empresa de investimento de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes, e ainda que (c) o pagamento em causa seja claramente divulgado ao cliente, nos termos do segundo parágrafo do art. 24.º/9 da DMIF II. Esta exceção será analisada detalhadamente mais à frente.

Em terceiro e último lugar, pagamentos ou prestações que possibilitem ou sejam necessários para a prestação de serviços de investimento,

¹⁵ Neste sentido, *ver* Câmara, Paulo, *supra* nota 9, pp. 434-435; e Busch, Danny, «MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms» (novembro, 2017), *Capital Markets Law Journal*, 2017/3, p. 36, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3063236>.

¹⁶ Busch, Danny, *supra* nota 15, p. 36.

¹⁷ Substituído nas suas funções, em janeiro de 2011, pela *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, a que doravante se fará referência.

¹⁸ CESR, *Inducements under MiFID Recommendations*, CESR/07-228, maio, 2007, pp. 6-7.

e que, devido à sua natureza, não sejam suscetíveis de dar origem a conflitos com o dever de a empresa de investimento agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes também não se encontram abrangidos pela proibição de *inducements*¹⁹. Porém, este tipo de remunerações são apenas admitidas (isto é, *proper fees*) se não forem lesivas dos interesses do cliente²⁰.

1.2. Um contributo da DMIF II – Concretização dos critérios legitimadores de *inducements*

Tal como acontece em relação à norma proibitiva geral, também as exceções à mesma se encontravam já previstas nas alíneas do art. 26.º da Diretiva de Implementação da DMIF I. A grande novidade nesta área introduzida pela DMIF II, através da sua Diretiva de Nível II (Diretiva Delegada da DMIF II)²¹, foi a de estabelecer critérios específicos que permitem julgar e avaliar quando é que um *inducement* cai no âmbito de aplicação da exclusão prevista nas alíneas *a*) e *b*) do art. 24.º/9 da DMIF II – isto é, quando é que se pode considerar que um *inducement* se destina a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não interfere na obrigação da empresa de investimento de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes.

A introdução de um conjunto de regras que permitissem densificar os conceitos respeitantes aos *inducements* e às suas exceções foi algo que

¹⁹ O terceiro parágrafo do art. 24.º/9 da DMIF II apresenta uma lista não exaustiva deste tipo de pagamentos, na qual se incluem os custos de custódia, as comissões de compensação e troca, as taxas obrigatórias e as despesas de contencioso. Neste sentido, *ver* Brennecke, Martin, *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II* (agosto, 2017), *in* Lehmann/Kumpan (eds.), *Financial services law: a commentary*, Beck/Hart/Nomos, 2017, p. 40, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3014392>.

²⁰ Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 407.

²¹ Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de abril de 2016.

se evidenciou patentemente necessário logo após a entrada em vigor da DMIF I, uma vez que a aplicação na prática das condições, bastante genéricas, estabelecidas pelo art. 26.º da sua Diretiva de Implementação revelou-se problemática e controvertida – especialmente a discussão de saber as circunstâncias nas quais um *inducement* cumpre as exigências de melhoria da qualidade do serviço e de não interferir nas obrigações da empresa de investimento^{22/23}. Nesta medida, a adição destes critérios pelo legislador reveste uma especial importância, sendo de louvar a resposta dada aos problemas práticos suscitados pelos conceitos indeterminados da DMIF I.

Este contributo do legislador europeu foi integralmente transposto para o ordenamento jurídico nacional no art. 313.º-A do CdVM, referente aos benefícios permitidos no âmbito da prestação de um serviço de investimento. O legislador português optou por transpor estes preceitos de forma quase *ipsis verbis*, mantendo não só a essência das regras europeias como praticamente inalterada a sua formulação, pelo que o foco desta análise incidirá sobre as normas da Diretiva Delegada da DMIF II,

²² Ver Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *Inducements, in Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, Danny Busch/Guido Ferrarini (eds.), 1.ª edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017, pp. 207-209; e Matias, Tiago dos Santos, «Research e Inducements: o que foi não volta a ser. Breve incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 57 (2017), p. 42.

²³ Não obstante, a ESMA veio clarificar esta questão, estabelecendo alguns fatores relevantes para determinar se o pagamento se destina a aumentar a qualidade do serviço prestado ao cliente, nomeadamente: (a) o tipo de serviço prestado pela empresa de investimento ao cliente, bem como quais as obrigações específicas da primeira para o segundo; (b) o benefício expectável para o cliente comparado com o benefício expectável para a empresa de investimento; (c) a existência, ou inexistência, de um incentivo para que a empresa de investimento aja de acordo com o melhor interesse do cliente; (d) a relação entre a empresa de investimento e o terceiro que recebe ou providencia o benefício; (e) a natureza do benefício, as circunstâncias nas quais é pago ou providenciado e se existe alguma condição associada a este. Ver ESMA, *Recommendations*, supra nota 18, p. 9.

fazendo-se referência à norma correspondente no Código dos Valores Mobiliários.

O art. 11.º/2 da Diretiva Delegada da DMIF II estabelece que se considera que uma remuneração, comissão ou benefício não monetário é concebido para reforçar a qualidade do serviço prestado ao cliente se estiverem preenchidas todas as seguintes condições: (a) este *inducement* é justificado pela prestação de um serviço adicional ou de nível superior ao cliente em causa, proporcional ao nível de incentivos recebidos; (b) este não beneficia diretamente a empresa destinatária, os seus acionistas ou trabalhadores, sem qualquer vantagem concreta para o cliente em causa; e (c) é justificado pela oferta de uma vantagem contínua ao cliente em causa em relação a um incentivo contínuo. Pode-se, deste modo, afirmar que existem três critérios-base que permitem analisar se um *inducement* se destina a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não interfere nas obrigações que a empresa de investimento tem para com este: i. proporcionalidade; ii. concretização; iii. continuidade no tempo.

Em relação ao primeiro destes critérios, o benefício só poderá ser considerado como «*quality enhancing*» se o valor dos incentivos recebidos pela empresa de investimento for proporcional à vantagem recebida pelo cliente. Deste modo, não basta que o *inducement* se limite a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente pela empresa de investimento para que este se enquadre na exceção do art. 24.º/9 da DMIF II – é antes necessário que esta melhoria qualitativa seja proporcional ao benefício recebido pela empresa de investimento. O art. 11.º/2/a) da Diretiva Delegada da DMIF II²⁴ apresenta uma lista não exaustiva de situações nas quais o benefício retirado pelo cliente da melhoria do serviço pode ser proporcional ao nível dos incentivos recebidos pela empresa de investimento. Por exemplo, no contexto de uma prestação de serviços de consultoria para investimento numa base não independente, a existência de um *inducement* pode ser justificada se proporcional ao

²⁴ Transposto no art. 313.º-A/1/a) do CdVM.

cliente o acesso a uma ampla gama de instrumentos financeiros apropriados, incluindo um número adequado de instrumentos de terceiros fornecedores de produtos que não tenham relações estreitas com a empresa de investimento²⁵. Nesta situação, a vantagem conferida ao cliente pelo *inducement* será, em princípio, proporcional ao benefício recebido pela empresa de investimento, pelo que este será, caso se verifiquem as restantes condições, permitido.

No que diz respeito ao segundo critério supramencionado, de acordo com a alínea *b*) do art. 11.º/2 da Diretiva Delegada da DMIF II²⁶, outra das condições para se considerar que o benefício em questão foi concebido com a intenção de reforçar a qualidade do serviço é a de este não beneficiar diretamente a empresa destinatária, os seus acionistas ou trabalhadores, sem qualquer vantagem concreta para o cliente em causa. Numa primeira análise pode ser difícil reconhecer um sentido útil a esta condição, na medida em que existindo a exigência [tal como prevista no art. 24.º/9/*a*) da DMIF II] de melhoria da qualidade do serviço prestado ao cliente, dela decorre logicamente o requisito de que este não pode conferir um benefício à empresa de investimento sem atribuir qualquer vantagem ao seu cliente. No entanto, o ponto fundamental desta alínea é, como já foi referido, a concretização desta vantagem – ou seja, de acordo com a norma, não basta que o benefício aproveite também ao cliente, a vantagem retirada por este tem de ser concreta e não abstrata.

Finalmente, o terceiro critério é o da continuidade no tempo. A alínea *c*) do art. 11.º/2 da Diretiva Delegada da DMIF II²⁷ exige que tanto a vantagem obtida pelo cliente como o *inducement* auferido pela sociedade de investimentos sejam contínuos temporalmente. Nesta medida, o legislador, a julgar pela letra da lei, parece ter afastado a validade dos *one-off inducements*, isto é, benefícios pagos de maneira pontual e não

²⁵ Art. 11.º/2/*a*)/*i*) da Diretiva Delegada da DMIF II.

²⁶ Transposto no art. 313.º-A/1/*b*) do CdVM.

²⁷ Transposto no art. 313.º-A/1/*c*) do CdVM.

contínua²⁸. Pelo contrário, a ESMA, no seu parecer técnico à Comissão a respeito da DMIF II e do RMIF²⁹, admite a possibilidade destes benefícios pontuais³⁰, o que levou alguns autores a considerar que o afastamento preconizado pela Diretiva Delegada da DMIF II tratar-se-ia de um «*drafting error*»³¹. No entanto, o facto de a redação final da norma ter permanecido inalterada em relação à versão que constava no *draft* original, mesmo depois do parecer da ESMA, demonstra uma intenção clara do legislador europeu de afastar a permissibilidade dos benefícios não contínuos. Esta é uma decisão que não se pode deixar de criticar. De facto, como demonstra o parecer técnico da ESMA, não se vislumbra qualquer razão que justifique esta correlação entre a continuidade do benefício e o melhoramento da qualidade do serviço prestado. De igual maneira, não parece existir nenhuma razão para que um *one-off inducement* não possa ser considerado como concebido para reforçar a qualidade do serviço, desde que cumpra os supramencionados critérios da proporcionalidade e da concretização³².

De qualquer maneira, mesmo que se encontrem preenchidos todos os requisitos do art. 11.º/2 da Diretiva Delegada da DMIF II, o segundo parágrafo do mesmo artigo acrescenta que o *inducement* não será considerado aceitável caso a prestação de serviços ao cliente seja enviesada ou distorcida em resultado desse mesmo benefício³³. Percebe-se a necessidade da consagração desta *fail safe*, ou norma de segurança, pelo legislador, não querendo este correr o risco de permitir a existência de

²⁸ Brenncke, Martin, *supra* nota 19, p. 39.

²⁹ Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014.

³⁰ ESMA, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, p. 142.

³¹ Brenncke, Martin, *supra* nota 19, p. 39.

³² Partilhando deste entendimento, Brenncke, Martin, *supra* nota 19, p. 39.

³³ Transposto no art. 313.º-A/2 do CdVM.

inducements que, embora tecnicamente aceitáveis (no sentido de não violarem nenhum dos critérios do art. 11.º/2 da Diretiva Delegada da DMIF II), desvirtuem na prática a prestação do serviço. No entanto, é preciso fazer notar que, com a intenção louvável de especificar e clarificar em que é que consiste o requisito da melhoria da qualidade da prestação do serviço, o legislador acabou por recorrer a outros termos igualmente vagos e abstratos. A discussão passará, deste modo, de saber quando é que um *inducement* se destina a reforçar a qualidade da prestação do serviço para quando é que um *inducement*, que comprovadamente o faz, desvirtua ou enviesa essa mesma prestação.

De acordo com o n.º 3 do referido artigo³⁴, as empresas de investimento devem respeitar os requisitos estabelecidos pelo n.º 2, numa base permanente, durante o período em que continuem a pagar ou a receber o *inducement*. Poderia, então, surgir aqui a questão de saber se esta norma significa que as empresas de investimento devem melhorar a qualidade do serviço prestado contínua e progressivamente, ou tão-somente manter o nível de qualidade já alcançado através do cumprimento dos requisitos³⁵. O Considerando 23 da DMIF II, no entanto, vem esclarecer esta dúvida estabelecendo que não obstante o facto de as empresas de investimento, uma vez cumpridos os critérios de melhoria de qualidade, deverem manter o nível melhorado de qualidade, tal não significa que tenham a obrigação a garantir uma melhoria contínua da qualidade dos serviços ao longo do tempo.

³⁴ Transposto no art. 313.º-A/3 do CdVM.

³⁵ Ver Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, p. 220.

1.3. O dever de conservação de documentos e o dever de informação

A Diretiva Delegada da DMIF II vem igualmente consagrar, em relação ao primeiro, e elaborar, em relação ao segundo, dois deveres específicos que recaem sobre as empresas de investimento que recebam *inducements*: o dever de conservação de documentos e o dever de informação³⁶. O primeiro destes deveres estabelece a obrigação de as empresas de investimento conservarem provas de quaisquer *inducements*, pagos e recebidos pela empresa, concebidos para reforçar a qualidade do serviço prestado ao cliente, (i) mantendo uma lista interna de todos os *inducements* recebidos pela empresa de investimento da parte de um terceiro em relação à prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares; e (ii) registando o modo como esses mesmos benefícios melhoram, em concreto, a qualidade dos serviços prestados aos seus clientes, bem como as medidas tomadas para não prejudicar a obrigação da empresa de atuar de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos melhores interesses do cliente³⁷. Sobressai aqui, tal como na alínea c) do n.º 2 do art. 11.º, a preocupação do legislador de que a vantagem recebida pelo cliente com o reforço da qualidade do serviço seja real e concreta, obrigando, através deste dever, as empresas de investimento a serem capazes de provar a existência de uma melhoria de qualidade no serviço prestado.

No que diz respeito ao dever de informação que as empresas de investimento têm para com os seus clientes no âmbito do recebimento de benefícios, este encontra-se previsto no segundo parágrafo do art. 24.º/9 da DMIF II, sendo depois concretizado nas alíneas do art. 11.º/5 da Diretiva Delegada da DMIF II. Ambos os preceitos foram transpostos para o Código dos Valores Mobiliários, na alínea a) do n.º 1 do art. 313.º

³⁶ Matias, Tiago dos Santos, *supra* nota 22, p. 43.

³⁷ Art. 11.º/4/a) e b) da Diretiva Delegada da DMIF II.

e nas alíneas do n.º 2 do mesmo artigo, respetivamente³⁸. De acordo com a primeira parte do primeiro destes artigos, a existência, a natureza e o montante do *inducement*, ou, se o montante não puder ser determinado, o método de cálculo desse montante, devem ser claramente divulgados ao cliente de modo completo, exato e compreensível, antes da prestação do serviço de investimento ou auxiliar relevante. Esta parte da norma encontra-se inalterada em relação àquilo que se encontrava previsto no art. 26.º/b)/i) da Diretiva de Implementação da DMIF I. A novidade introduzida pelo regime da DMIF II neste âmbito encontra-se na segunda parte deste parágrafo, que institui a obrigação, quando for caso disso, da empresa de investimento informar o seu cliente sobre os mecanismos de transferência para este das remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias recebidos em relação à prestação do serviço de investimento ou auxiliar. A *ratio* desta adição prende-se com o facto de a DMIF II dar especial ênfase à necessidade de as empresas de investimento transmitirem para os seus clientes quaisquer benefícios indevidamente recebidos por esta³⁹.

Como já foi referido, o art. 11.º/5 da Diretiva Delegada da DMIF II⁴⁰ concretiza o dever de informação consagrado no diploma principal, estabelecendo que as seguintes informações devem ser reveladas ao cliente:

³⁸ Este dever de informação específico enquadra-se no dever de informação geral que um intermediário financeiro deve ao seu cliente, que se funda nos arts. 304.º/1 e 312.º/1 do CdVM. Em concreto, este último artigo estabelece que o intermediário financeiro deve prestar ao cliente, 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. Sobre este dever geral de informação, *ver* Menezes Cordeiro, António, *Direito Bancário*, 6.ª ed., Almedina, 2016, pp. 402-415; Câmara, Paulo, *supra* nota 9, pp. 413-420; e Barreto Menezes Cordeiro, António, *supra* nota 8, pp. 305-306.

³⁹ Neste sentido, veja-se o Considerando 74 da DMIF II.

⁴⁰ Transposto no art. 313.º/2 do CdVM.

- a) Antes da prestação do serviço em causa de investimento ou auxiliar, a empresa de investimento deve divulgar ao cliente informações sobre o *inducement* em causa em conformidade com o segundo parágrafo do art. 24.º/9 da DMIF II⁴¹;
- b) Sempre que uma empresa de investimento não possa determinar, numa base *ex ante*, o montante de qualquer pagamento ou benefício a receber ou a pagar, e, em vez disso, divulga ao cliente o método de cálculo desse montante, a empresa deve também fornecer aos seus clientes informações sobre o montante exato do pagamento ou benefício recebido ou pago numa base *ex post*; e
- c) Pelo menos uma vez por ano, desde que receba incentivos (contínuos) em relação aos serviços de investimento prestados aos clientes em causa, a empresa de investimento deve informar os seus clientes, numa base individual, sobre o montante efetivo dos pagamentos ou benefícios recebidos ou pagos⁴².

A propósito deste dever de informação, acrescenta-se ainda que quando mais do que uma empresa de investimento esteja envolvida num canal de distribuição, cada uma destas empresas que preste um serviço de investimento ou auxiliar deve cumprir as suas obrigações de divulgação de informações aos seus clientes⁴³. Apesar de esta norma

⁴¹ Acrescenta-se ainda que os benefícios não monetários não significativos podem ser descritos de forma genérica e a fixação do preço e a divulgação de outros benefícios não monetários recebidos ou pagos pela empresa de investimento no contexto do serviço de investimento prestado a um cliente devem ser efetuadas separadamente.

⁴² Tal como acontece *supra*, os benefícios não monetários não significativos podem ser descritos de forma genérica.

⁴³ Terceiro parágrafo do art. 11.º/5 da Diretiva Delegada da DMIF II.

não ter sido expressamente transposta pelo legislador português a sua aplicação direta no regime jurídico nacional justifica-se em virtude do princípio da interpretação conforme ao Direito europeu⁴⁴.

⁴⁴ Decorrência lógica do princípio do primado do Direito europeu. Este princípio postula que, nas palavras do advogado-geral W. Van Gerven no processo *Marleasing* (Acórdão de 13.11.1990, *Marleasing*, C-106/89, Colet., I-4156, n.º 8, pp. 4146-4147), «o juiz nacional deve, entre os métodos permitidos pelo seu sistema jurídico, dar prioridade ao método que lhe permite dar à disposição de direito nacional em causa uma interpretação compatível». Ver também Guerra Martins, Ana Maria, *Manual de Direito da União Europeia*, 2.ª ed., Almedina, 2017, pp. 522-525; e Gorjão-Henriques, Miguel, *Direito da União*, 8.ª ed., Almedina, 2017, pp. 398-403.

Capítulo II

Proibições específicas de *inducements* no âmbito da DMIF II

Como se viu até agora, no que diz respeito às regras gerais presentes na DMIF II aplicáveis aos *inducements* recebidos ou pagos por empresas de investimento, no âmbito da prestação de serviços de investimento a clientes, a preocupação do legislador europeu passou mais por resolver algumas das falhas apontadas pela doutrina à abordagem levada a cabo na DMIF I, nomeadamente através da concretização dos critérios legitimadores nas condições já mencionadas, do que propriamente expandir o quadro normativo dos *inducements* na sua generalidade.

De facto, a grande inovação da DMIF II foi antes a criação de normas específicas relativas aos benefícios pagos por um terceiro a uma empresa de investimento quando esta esteja a prestar serviços de consultoria para investimento a título independente e/ou serviços de gestão de carteiras⁴⁵. Conforme estabelece o art. 24.º/7/b) da DMIF II, quando uma empresa de investimento preste um serviço de consultoria para investimento a título independente a um cliente, esta está proibida de aceitar ou auferir remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por um qualquer terceiro, ou pessoa que atue em seu nome, em relação à prestação do serviço ao cliente. De igual modo, quando preste um serviço de gestão de carteiras, uma empresa de investimento não pode aceitar ou auferir remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não

⁴⁵ ESMA, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, p. 127.

monetárias pagas ou conferidas por um terceiro, ou por pessoa que atua em nome deste, em relação à prestação do serviço a clientes⁴⁶.

É importante, no entanto, sublinhar que, segundo o entendimento da ESMA, o campo de aplicação dos n.ºs 7, alínea b), e 8 do art. 24.º da DMIF II restringe-se somente e apenas aos casos em que estão em causa *inducements* pagos por um terceiro a uma empresa de investimento que esteja a prestar um dos dois serviços supramencionados e não quando se esteja perante um *inducement* em sentido contrário – ou seja, nos casos em que o benefício em questão seja pago por uma empresa de investimento a um terceiro, em relação ao serviço prestado ao cliente, é aplicável a norma geral relativa aos *inducements* do art. 24.º/9 da DMIF II⁴⁷. Esta dualidade de regimes parece justificar-se na medida em que, do ponto de vista da parte mais fraca – isto é, do cliente investidor –, os benefícios mais gravosos são aqueles que são pagos por um terceiro à empresa de investimento, por serem estes que se apresentam como incentivos para que a esta dê primazia ao seu interesse em detrimento do interesse do cliente. Deste modo, se a tutela do cliente fundamenta uma regulação mais rigorosa deste tipo de *inducements*, o mesmo não se poderá afirmar para os benefícios em sentido contrário, que, pela sua natureza, não se afiguram tão problemáticos para a posição do cliente, e, como tal, caem no âmbito de aplicação das regras gerais que regulam os *inducements*.

O Considerando 74 da DMIF II estabelece que, com o intuito de reforçar a proteção do cliente e aumentar a clareza dos serviços prestados pela empresa de investimento, deve-se limitar a possibilidade de as empresas que prestam os serviços de consultoria para investimento a título independente ou serviços de gestão de carteiras aceitarem e reterem remunerações, comissões ou outros benefícios pecuniários e não pecuniários provenientes de terceiros e, em especial, de emitentes ou

⁴⁶ Art. 24.º/8 da DMIF II.

⁴⁷ ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 12 July 2018 | ESMA35-43-349, p. 88.

de prestadores de serviços. Deste modo, permite-se assim a existência de *inducements* pagos por um terceiro a uma empresa de investimento, quando esta esteja a prestar um dos dois serviços em causa, desde que o benefício recebido por esta última seja integralmente transferido para o cliente a quem o serviço está a ser prestado; no entanto, é expressamente proibida a compensação de quaisquer pagamentos de terceiros no quadro das remunerações devidas pelo cliente à empresa de investimento.

O legislador europeu optou por não estabelecer um horizonte temporal específico e predeterminado dentro do qual deva ocorrer a devolução do montante recebido pela empresa de investimento para o cliente, limitando-se apenas a determinar, no art. 12.º/1 da Diretiva Delegada da DMIF II, que esta deve ser efetuada «logo que seja razoavelmente possível após a receção»⁴⁸. A razão para esta aparente postura permissiva por parte do legislador em relação a este prazo prende-se com o facto de, como reconhece o Considerando 24 da Diretiva Delegada da DMIF II, uma empresa de investimento poder receber pagamentos de terceiros em vários momentos e para vários clientes de uma só vez, pelo que não se afigura nem proporcional nem adequado exigir que aquela consiga processar todas as transferências devidas num período de tempo reduzido determinado *a priori*.

Continuando na análise do Considerando 74 da DMIF II, dele se retira a obrigação de as empresas de investimento que prestem serviços de consultoria para investimento a título independente ou gestão de carteiras desenhar e pôr em prática, no quadro dos seus requisitos em matéria de organização, uma política que garanta que os pagamentos recebidos de terceiros são concedidos ou transferidos aos clientes, bem como informar estes últimos de forma precisa e, se necessário, periódica, de todas as remunerações, comissões e benefícios que a empresa recebeu no contexto do serviço de investimento prestado ao cliente e

⁴⁸ O Considerando 24 da Diretiva Delegada da DMIF II parece, no entanto, reforçar o carácter de urgência desta devolução ao afirmar que as empresas de investimento devem transferir os incentivos «o mais rapidamente possível».

que lhe foram transferidas⁴⁹. Nesta norma o legislador europeu revela a preocupação de passar a teoria (proibição de recebimento de *inducements*) para a prática (criação de uma estrutura organizativa que garanta o cumprimento de as obrigações legais), de modo a que as empresas de investimento consigam demonstrar a sua *compliance* com as regras europeias, e, simultaneamente, estabeleçam processos simples e eficazes que permitam transferir os *inducements* para os seus clientes.

Ainda a propósito desta obrigação de instituição de uma política que assegure a transferência dos *inducements* para o cliente, e numa perspetiva mais prática, releva ainda mencionar que os termos negociais e/ou as disposições contratuais acordadas entre a empresa de investimento e o cliente devem documentar rigorosamente a maneira como os *inducements* são processados pela empresa, o modo como se opera a transferência dos mesmos para o cliente, em cumprimento das obrigações regulatórias, e o estatuto dos benefícios em caso de insolvência. Mais especificamente, tais disposições devem estipular que a transmissão do *inducement* se opera através de uma transferência para a conta de ativos do cliente, caso este seja titular de uma junto da empresa de investimento, ou, faltando este requisito, por via de cheque ou transferência bancária para uma conta externa do cliente⁵⁰.

Tal como acontece em relação à proibição geral, as proibições específicas de *inducements* não se aplicam quando o benefício em causa é pago pelo cliente, diretamente ou através de pessoa interposta. No entanto, caso o *inducement* seja pago por um terceiro em nome do cliente, este só deverá ser autorizado se a pessoa estiver ciente de que esse pagamento foi efetuado em seu nome e se o montante e a frequência do pagamento tiver sido acordado entre a empresa de investimento e o cliente,

⁴⁹ Veja-se também o segundo e o terceiro parágrafos do art. 12.º/1 da Diretiva Delegada da DMIF II.

⁵⁰ ESMA, Q&A, *supra* nota 47, pp. 88-89.

não podendo estes ser determinados por qualquer terceiro⁵¹. Com esta norma o legislador previne aquilo que seria o pagamento indireto de *inducements* – isto é, o pagamento de um *inducement* por parte de um terceiro a uma empresa de investimento em nome do cliente sem que este último seja verdadeiramente o responsável pelo pagamento – fechando a porta a uma eventual tentativa de contorno das proibições específicas de *inducements*.

Finalmente, cabe ainda referir que, no âmbito da obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente, o art. 27.º/2 da DMIF II proíbe as empresas de investimento de receber qualquer pagamento, desconto ou prestação não pecuniária por encaminhar ordens para determinada plataforma de negociação ou para determinado local de execução que viole as obrigações em matéria de conflitos de interesse ou incentivos. Esta é uma norma que, embora não presente no pacote legislativo da DMIF I, decorre logicamente das regras gerais que regem os conflitos de interesse e, em especial, os *inducements*⁵².

As normas que regulam o pagamento de *inducements* no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento a título independente e gestão de carteiras são, como ficou demonstrado, significativamente mais restritas do que aquelas que se aplicam aos benefícios pagos em relação aos restantes serviços de investimento. Com efeito, enquanto a proibição geral de *inducements* prevê um número reduzido de exceções,

⁵¹ Considerando 75 da DMIF II. Segundo o mesmo Considerando, exemplos de casos consentâneos com esta exigência incluem uma situação em que um cliente pague diretamente uma fatura da empresa, uma situação em que esta seja paga por um terceiro independente que não possui qualquer relação com a empresa de investimento no que respeita ao serviço de investimento fornecido ao cliente e que atua unicamente mediante instrução do cliente e os casos em que o cliente negocie a remuneração por um serviço fornecido por uma empresa de investimento e pague estas remunerações diretamente. Tal é normalmente o caso de contabilistas ou de advogados que atuam em conformidade com instruções de pagamento claras do cliente ou quando uma pessoa atua como mero intermediário do pagamento.

⁵² Busch, Danny, *supra* nota 15, p. 37.

já analisadas no capítulo anterior, que afastam o campo de aplicação das normas proibitivas, as proibições específicas só são afastadas quando o benefício em causa se trata de uma prestação não monetária não significativa, figura que será abordada em detalhe mais adiante⁵³. Ademais, além de estarem igualmente sujeitas ao dever de informação e ao dever de conservação de documentos do art. 11.º/4 e 5 da Diretiva Delegada da DMIF II, as empresas de investimento, quando prestem os serviços relevantes, estão também obrigadas a cumprir as exigências organizativas especiais previstas no Considerando 74 da DMIF II, algo que não acontece quando prestem os restantes serviços de investimento.

É relevante, destarte, enveredar por uma breve análise da consultoria para investimento a título independente e da gestão de carteiras, de modo a descortinar as razões pela qual o legislador julgou necessário criar um regime mais rigoroso, e custoso do ponto de vista das empresas de investimento, para estes dois tipos de serviços.

2.1. A consultoria para investimento a título independente

O art. 4.º/1/4) da DMIF I, posteriormente transposto para o regime português no art. 294.º/1 do CdVM, define a consultoria para investimento⁵⁴ como a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transações respeitantes a instrumentos financeiros. A isto acrescenta-se que, nos termos do art. 294.º/2 do CdVM, está-se perante um 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

⁵³ Excluindo, naturalmente e como já vimos, os pagamentos efetuados pelo próprio cliente.

⁵⁴ Classificada como atividade de investimento, nos termos do art. 290.º/1/f) do CdVM.

essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento.

Deste modo, numa perspetiva contratual, podemos afirmar que a prestação do serviço de consultoria para o investimento assenta, por regra, num contrato prévio de prestação de serviços, no qual a empresa de investimento assume a obrigação principal, nomeadamente a de dar conselhos personalizados a um cliente com um determinado perfil de risco e de objetivos de investimento, situação económica, conhecimento e experiência; recebendo, como contrapartida, uma remuneração da parte deste último⁵⁵.

Tal como apontam vários autores, as preocupações relativas à questão da tutela do cliente e da prossecução dos seus interesses legítimos assumem especial relevo no âmbito da consultoria para investimento, na medida em que o cliente, ao contratar e pagar a remuneração exigida, confia que a empresa de investimento, um profissional regulado e devidamente habilitado, lhe aconselhe o melhor investimento possível tendo por base apenas os seus interesses e o seu perfil de investidor. Existe, como tal, uma confiança acrescida depositada no aconselhamento prestado por um consultor, sujeito a elevados padrões legais de diligência e de lealdade, e que, nestas circunstâncias, deve ser particularmente tutelada pelo ordenamento jurídico⁵⁶. A DMIF II reconhece estas preo-

⁵⁵ Leite Borges, Sofia, *supra* nota 12, p. 288.

⁵⁶ Leite Borges, Sofia, *supra* nota 12, pp. 284 e 297-298; e Perestrelo, Ana, «DMIF II e consultoria para investimento: da *compliance* à revisão de modelos de negócio», in Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, pp. 218-219. Como afirma a primeira das autoras: «O risco associado à consultoria para o investimento decorre da possibilidade do intermediário financeiro não prestar conselhos objetivos, isentos, diligentes e leais, na medida em que tenha interesse em aconselhar o cliente a realizar operações sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros motivado por razões ou interesses alheios à situação do cliente aconselhado, o que pode suceder relativamente a valores mobiliários por si emitidos, que tem em carteira ou por cuja distribuição é remunerado, através de um contrato de distribuição ou por via do pagamento de retrocessões ou outros benefícios, independentemente da sua qualidade.»

cupações ao estabelecer, no seu art. 24.º/1, a obrigação de as empresas de investimento, ao prestarem serviços de investimento ou auxiliares, atuem de forma honesta, equitativa, profissional, em função do interesse dos clientes⁵⁷.

Em comparação com o pacote legislativo que lhe antecedeu, a DMIF II manteve virtualmente inalterada a definição de consultoria para investimento que apresentámos em cima. Nesta área, a inovação trazida pela DMIF II diz respeito à distinção que é feita entre consultoria para investimento dependente e a consultoria para investimento a título independente, com a criação de um regime especial para este último serviço.

Na perspetiva de alguma doutrina, apesar de, à primeira vista, as duas vertentes da consultoria para investimento aparentarem encontrar-se em polos opostos, estas não devem ser entendidos como estando numa relação de contraposição (no sentido de estarem sujeitas a regimes jurídicos opostos). Para estes autores, a consultoria para investimento a título independente encontra-se antes numa relação jurídica de especialidade com a consultoria para investimento dependente, no sentido em que ambas estão sujeitas às mesmas regras gerais, diferindo a primeira apenas por estar igualmente sujeita ao regime especial do art. 24.º/7 da DMIF II⁵⁸. Esta é uma perspetiva que, apesar de aparentemente suportada pela posição sistemática do instituto da consultoria para investimento a título independente no enquadramento da DMIF II⁵⁹, esbarra na clara intenção do legislador europeu de, com este novo diploma europeu, criar um contraponto à tradicional consultoria para investimento que, pré-DMIF II, era usualmente prestada de forma não independente,

⁵⁷ Concretização legislativa do dever de lealdade ou, na versão inglesa, do *duty to act in the best interest of the client*. Ver Enriques, Luca, e Gargantini, Matteo, *supra* nota 8.

⁵⁸ Neste sentido, *ver* Hobza, Martin, *Independent Investment Advice under MiFID II* (2017), Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper, n.º 2017/II/2, pp. 2-3, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986876>.

⁵⁹ Hobza, Martin, *supra* nota 58, p. 3.

apesar de tal nem sempre ser explicitado ao cliente. O facto de o legislador ter aproveitado o regime-base aplicável à consultoria para investimento e adicionado regras específicas para aquela que é prestada a título independente não parece ser suficiente para provar uma relação de mera especialidade entre os dois regimes, já que, como veremos de seguida, as diferenças entre os dois regimes são fundamentais⁶⁰.

Nos termos do art. 24.º/7/a) da DMIF II, para que se possa considerar a consultoria como prestada a título independente é necessário que a empresa de investimento avalie uma gama suficientemente diversificada, quanto ao seu tipo e emitentes ou fornecedores de produtos, de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, de modo a garantir que os objetivos de investimento do cliente possam ser adequadamente satisfeitos e não estejam limitados aos instrumentos financeiros emitidos ou fornecidos pela própria empresa de investimento ou por outras entidades com as quais a empresa de investimento tem estreitas relações jurídicas ou económicas, como relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado. A esta exigência de independência junta-se também a proibição absoluta de recebimento de *inducements* que se analisou *supra*⁶¹.

Se a relação fiduciária que se estabelece entre o prestador do serviço e o cliente num contrato de consultoria para investimento justifica, só por si, a constituição de particulares deveres de cuidado e diligência⁶², compreende-se a intenção do legislador de sujeitar a consultoria para investimento a título independente a uma proibição absoluta de recebimento de *inducements*. De facto, apresentando o seu serviço de consultoria como independente, a empresa de investimento cria no seu cliente uma expectativa mais elevada do que aquela que criaria na situação contrária, pelo que os deveres de cuidado e diligência exigíveis ao

⁶⁰ Neste sentido, Perestrelo, Ana, *supra* nota 56, pp. 223-224.

⁶¹ Art. 24.º/7/b) da DMIF II.

⁶² Câmara, Paulo, *supra* nota 10, p. 519.

intermediário financeiro pronunciam-se significativamente neste caso. Deste modo, tendo em conta esta confiança acrescida do cliente, não choca, pelo menos em teoria, que se vede o recebimento de benefícios de terceiros no âmbito deste serviço de investimento.

O reverso da medalha é que, como aponta Paulo Câmara, o legislador europeu elevou os requisitos da consultoria independente a tal patamar de exigência que se tornaram muito excecionais os casos de consultores a atuarem em termos independentes. Com efeito, verifica-se um claro desincentivo legislativo, intencional ou não, à consultoria para investimento a título independente, do qual decorre necessariamente a erosão do relevo da independência na prestação de serviços de consultoria. Por outro lado, o regime, no seu estado atual, tem igualmente como consequência uma inevitável trivialização da consultoria não independente, na medida em que os seus requisitos menos rigorosos tornam-na a opção lógica para qualquer intermediário financeiro que pretende prestar serviços de consultoria para investimento⁶³.

2.2. A gestão de carteiras

A gestão de carteiras, prevista no art. 335.º do CdVM, assenta num contrato celebrado entre um intermediário financeiro e um cliente-investidor, nos termos do qual o primeiro se obriga, por conta e interesse do outro, a gerir um conjunto de instrumentos financeiros detidos pelo cliente, em ordem a obter a maior rentabilização possível, adquirindo em contrapartida o direito a uma retribuição⁶⁴. Esta trata-se de uma

⁶³ Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 522. Na opinião do autor, a distinção feita pela DMIF II no que diz respeito à consultoria para investimento corresponde, em termos de política regulatória, a uma boa ideia mal concretizada em termos legislativos.

⁶⁴ Menezes Leitão, Luís, «O Contrato de Gestão de Carteiras», *Cadernos MVM*, n.º 51 – *Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Volume I (2015), p. 111. Para uma análise aprofundada do tema, *ver* Engrácia Antunes, José, «Os Contratos de Interme-

gestão discricionária, estando a empresa de investimento habilitada a tomar as decisões que julgue mais adequadas para a prossecução do fim acordado – a valorização da carteira que tem em mãos –, podendo, no entanto, receber ordens vinculativas do cliente, no termos do art. 336.º/1 do CdVM⁶⁵.

De acordo com o art. 6.º do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho, que define o regime das Sociedades Gestoras de Patrimónios, a gestão de carteiras pode envolver:

- a) Subscrição, aquisição ou alienação de quaisquer valores mobiliários – unidades de participação em fundos de investimento, certificados de depósito, bilhetes do Tesouro e títulos de dívida de curto prazo;
- b) Aquisição, oneração ou alienação de direitos reais sobre bens imóveis, metais preciosos e mercadorias transacionadas em mercado organizado;
- c) Celebração de contratos de opções, futuros e de outros instrumentos financeiros derivados, bem como a utilização de instrumentos do mercado monetário e cambial.

dição Financeira», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. 85 (2009), pp. 295-299; Gomes, Fátima, «Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado», in *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa (2002), pp. 585-589; Frada, Manuel Carneiro da, «Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras», in *Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia*, Vol. 3, Coimbra (2010), pp. 453-504; Mascarenhas, Maria Vaz de, «O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13 (2002); Pereira, Maria Miguel Rebelo, *Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas do Regime)*, FDUL (2003); e Baptista, Lina Aurora Ramada Bettencourt, *Os contratos de intermediação financeira*, FDUP (2003).

⁶⁵ Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 515; e Pinto Duarte, Rui, «Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7 (2000), p. 366.

A proibição absoluta de recebimento de *inducements* no contexto de gestão de carteiras do art. 24.º/8 da DMIF II tem um impacto significativo neste modelo de negócios. Com efeito, a sua tónica mais restritiva, em comparação com aquela aplicável aos restantes serviços de investimento, despoja as empresas de investimento que prestem estes serviços de gestão de carteiras de uma fonte de rendimento substancial a que estas tinham acesso na pré-DMIF II. Um exemplo dado pela doutrina é o das comissões de distribuição (também conhecidas por *kickback-fee*, *trailer fee* ou *rebate*). Estas consistem em pagamentos que o gestor de carteiras recebe da parte do gestor de um esquema de investimento coletivo por disponibilizar o seu canal de distribuição. Isto significa que ações ou unidades do esquema de investimento coletivo serão incluídas na carteira de investimento do cliente, mas apenas se o gestor da carteira receber a comissão de distribuição. Com o regime específico dos *inducements* na DMIF II tais comissões são expressamente proibidas, ao contrário do que acontecia na DMIF I, em que estas eram, em princípio, permitidas^{66/67}.

⁶⁶ Busch, Danny, «Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II», in Danny/van Dam, Cees (eds.), *A Bank's Duty to Care*, Oxford: Hart Publishing, 2017, pp. 54-55.

⁶⁷ A propósito do pagamento de comissões de distribuição no âmbito da gestão de carteiras, é relevante mencionar a decisão do Supremo Tribunal suíço de 30 de outubro de 2012 (BGE 4A_127/2012 e 4A_141/2012), na qual este sustentou que os bancos suíços estavam obrigados a divulgar aos seus clientes os *inducements* recebidos em relação à distribuição de produtos financeiros. Esta foi uma decisão contrária à interpretação maioritária na indústria financeira, que tinha defendido até então que as comissões de distribuição (*Bestandespflegekommissionen*) não estavam sujeitas ao dever de informação. Posteriormente, a 26 de novembro do mesmo ano, a Autoridade Suíça de Supervisão dos Mercados Financeiros (FINMA) veio reforçar esta sentença emitindo um comunicado a requerer que os bancos informassem os seus clientes dos seus direitos de acordo com esta nova decisão e tomassem medidas de modo a lhes permitir um acesso efetivo à justiça (FINMA, Newsletter 41/2012). Ver Bahar, Rashid, *Accounting to Clients for Trailer Fees and Inducements — The Decision of the Swiss Supreme Court 4A_127/2012 and 4A_141/2012 of 30 October 2012 and its Regulatory Consequences*, CAPLAW-2012-52.

O carácter marcadamente fiduciário da gestão de carteiras, juntamente com o facto de a entidade gestora assumir usualmente uma obrigação de meios quanto à valorização da carteira e não de resultados⁶⁸, tornam este serviço de investimento especialmente permeável a incentivos externos. Nesta medida, não surpreende que, tal como acontece em relação à consultoria para investimento, os deveres de lealdade do intermediário financeiro para com o seu cliente assumam excepcional relevo neste âmbito⁶⁹. Em vista disto, entende-se, mais uma vez, a intenção do legislador de submeter o serviço de gestão de carteiras a um regime de *inducements* mais exigente. De facto, tendo o gestor de carteiras o poder de, discricionariamente, determinar o sentido do investimento do seu cliente, pode-se justificar, numa lógica de prevenção, o afastamento de quaisquer benefícios que possam pôr em causa a sua imparcialidade e o seu dever de agir no melhor interesse do cliente.

Por outro lado, ao contrário do que acontece no caso da consultoria para investimento a título independente, não se vislumbra que tal proibição resulta na marginalização deste tipo de serviços de investimento visto não existir um serviço alternativo semelhante sujeito a regras menos restritivas. No entanto, uma consequência inevitável da proibição dos vários tipos de comissões que, pré-DMIF II, eram pagas por terceiros aos gestores de carteiras será uma subida do preço do serviço para os próprios clientes – na medida em que terão de ser estes a suportar os custos com a perda dos rendimentos derivados dos *inducements* – o que não deixa de ter consequências negativas no mercado, como se irá aprofundar adiante.

⁶⁸ Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 516.

⁶⁹ Tal como menciona Paulo Câmara, valem aqui os deveres gerais ligados à prevenção, à identificação e à gestão de conflito de interesses, à proibição de intermediação excessiva e à interdição de utilização de informação privilegiada. *Ver* Câmara, Paulo, *supra* nota 9, pp. 518-519.

2.3. Os benefícios não monetários não significativos

Como já foi referido, a única exceção prevista às proibições de recebimentos de *inducements* por parte de empresas de investimento quando prestem serviços de consultoria para investimento a título independente ou de gestão de carteiras é a dos benefícios não monetários não significativos. De facto, tanto o n.º 7/b) como o n.º 8 do art. 24.º da DMIF II estipulam que as prestações não monetárias não significativas estão excluídas do âmbito proibitivo caso cumpram três requisitos: (i) possam melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente, (ii) sejam de dimensão e natureza tais que não se possa considerar que prejudicam a obrigação da empresa de investimento de agir no melhor interesse do cliente e (iii) sejam claramente comunicadas a este último. A propósito deste dever de comunicação, a divulgação de benefícios não monetários não significativos deve ser efetuada antes da prestação dos serviços de investimento ou auxiliares em causa aos clientes. Em conformidade com o artigo 11.º/5/a) da Diretiva Delegada da DMIF II, benefícios não monetários não significativos podem ser descritos de forma genérica⁷⁰.

O art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II, transposto pelo art. 313.º-B/3 do CdVM, estabelece uma lista exaustiva de benefícios não monetários não significativos que o legislador europeu considerou aceitáveis, no sentido de não se julgarem suscetíveis de, só por si, influenciar a empresa de investimento a agir os interesses do seu cliente.

Em primeiro lugar, permite-se a oferta de benefícios que consistam em informações ou documentação relacionadas com um instrumento financeiro ou um serviço de investimento, de natureza genérica ou personalizada de modo a refletir as circunstâncias de um cliente individual⁷¹. Deste modo, uma empresa de investimento pode receber de um terceiro

⁷⁰ Terceiro parágrafo do art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II, transposto para o regime jurídico nacional no art. 313.º-B/5 do CdVM.

⁷¹ Art. 313.º-B/3/a) do CdVM.

informações ou documentação relacionadas com um instrumento financeiro desse mesmo terceiro. A lógica subjacente a esta permissão é a de que a partilha, ainda que limitada, de informação sobre instrumentos financeiros entre os vários sujeitos do mercado financeiro, nos quais se incluem as empresas de investimento enquanto intermediários financeiros, não prejudica os investidores; antes pelo contrário, esta transmissão é lhes até benéfica na medida em que quantos mais dados uma empresa de investimento tenha sobre determinado instrumento financeiro mais facilmente, e com maior exatidão, poderá julgar a sua adequação às características concretas do cliente⁷².

De igual modo, o legislador vem permitir a oferta e recebimento de material escrito de um terceiro a quem uma sociedade emitente ou potencial emitente tenha encomendado e pago uma nova emissão pela empresa, bem como nas situações em que a empresa terceira é contratada e paga pelo emitente para produzir o referido material numa base contínua, mas apenas quando a relação seja claramente divulgada no material e este seja disponibilizado ao mesmo tempo a qualquer empresa de investimento que pretenda recebê-lo ou ao público em geral⁷³. Existem, deste modo, dois requisitos para que se possa considerar este *inducement* como um benefício não monetário não significativo: (i) a sua existência deve ser explicitamente divulgada a qualquer pessoa que contrate com a empresa de investimento em questão; e (ii) este não deve ser um benefício exclusivo da referida empresa – ou seja, o material tem de ser posto à disposição de qualquer empresa de investimento ou pessoa singular que o deseje receber. Nestas condições o benefício em causa não deve ser considerado como suscetível de prejudicar a qualidade do serviço prestado pelo intermediário financeiro ao cliente, uma vez que não se trata de uma contrapartida de valor significativo oferecido por

⁷² Assumem aqui especial relevo os deveres de adequação impostos aos intermediários financeiros. Ver, Câmara, Paulo, *supra* nota 9, pp. 442-446.

⁷³ Art. 313.º-B/3/b) do CdVM.

um terceiro a uma empresa de investimento com o intuito de a induzir a orientar o investimento dos seus clientes numa determinada direção, mas tão-só de material facultado por esse terceiro a qualquer pessoa interessada, obrigatoriamente sem qualquer contrapartida associada.

A participação em conferências, seminários ou outras ações de formação sobre os benefícios e as características de um determinado instrumento financeiro ou de um serviço de investimento, bem como a hospitalidade de um valor *de minimis* razoável⁷⁴, também se enquadram na figura dos benefícios não monetários não significativos⁷⁵. Mais uma vez, nestas situações não se pode considerar a oferta do benefício por um terceiro como elemento desvirtuador da relação entre a empresa de investimento e o seu cliente visto que se encontram aqui em causa práticas socialmente aceites e até expectáveis, no caso da hospitalidade de valor mínimo.

Finalmente, o legislador europeu julgou ainda adequado a introdução de uma norma aberta, na qual se incluem os benefícios não monetários não significativos que os Estados-membros considerem poder melhorar a qualidade do serviço prestado aos clientes e, tendo em conta o nível total dos benefícios concedidos por uma entidade ou grupo de entidades, sejam de dimensão e natureza não suscetíveis de prejudicar o cumprimento dos deveres fiduciários das empresas de investimento⁷⁶. Previne-se, destarte, a excessiva taxatividade da lista de benefícios não monetários não significativos, abrindo-se a porta para a aceitação de outros *inducements* que se enquadrem nesta categoria, mesmo não tendo sido inicialmente previstos na DMIF II.

O Considerando 30 acrescenta ainda que qualquer benefício não monetário que envolva um terceiro que afete recursos valiosos à empresa

⁷⁴ Exemplos deste tipo de hospitalidade serão os alimentos e bebidas providenciados durante uma reunião de negócios, conferências, um seminário, etc.

⁷⁵ Art. 313.º-B/3/c) e d) do CdVM.

⁷⁶ Art. 313.º-B/3/e) do CdVM.

de investimento não pode ser considerado não significativo, devendo considerar-se que prejudica o cumprimento do dever da empresa de investimento de agir no melhor interesse do seu cliente.

O elenco supramencionado configura, de acordo com o Conselho Técnico da ESMA, uma lista exaustiva, não se admitindo a existência de benefícios não monetários não significativos que não se enquadrem numa destas alíneas. A propósito desta questão, é relevante mencionar que quando, em maio de 2014, foram consultados diversos *stakeholders* do mercado relativamente à proposta da ESMA de introduzir uma lista exaustiva de benefícios não monetários não significativos, a maior parte dos inquiridos discordaram da mesma, argumentando que tal lista seria necessariamente demasiado rígida e correria o risco de omitir itens relevantes, enquanto outros defenderam que a determinação de um elenco exaustivo contrariaria a natureza da DMIF II, visto que os atos delegados apenas deveriam desenvolver os critérios de apreciação de *inducements*⁷⁷. Em resposta às preocupações dos inquiridos, a ESMA modificou o seu conselho técnico através da introdução de um elemento de flexibilidade de modo a que a lista proposta possa vir a ser complementada pelas *guidelines* da ESMA⁷⁸.

Por último, acrescenta-se ainda que os benefícios não monetários não significativos aceitáveis devem ser razoáveis, proporcionais e de tal dimensão que não sejam suscetíveis de influenciar o comportamento da empresa de investimento de um modo que seja prejudicial para os interesses do cliente em causa⁷⁹. Esta última norma parece ser fruto de um excesso de zelo por parte do legislador, que se limitou a repetir, por outras palavras, a alínea e) do art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II. Com efeito, não se vislumbra que utilidade prática possa ter a exigência

⁷⁷ ESMA, *Technical Advice*, *supra* nota 45, p. 129.

⁷⁸ ESMA, *Technical Advice*, *supra* nota 45, p. 130.

⁷⁹ Segundo parágrafo do art 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II, transposto para o ordenamento português no art. 313.º-B/4 do CdVM.

de razoabilidade e proporcionalidade, bem como a sua não prejudicialidade para o cliente, dos benefícios não monetários não significativos quando tais requisitos resultam já claramente da referida alínea.

A criação de um regime especial relativo aos benefícios monetários não significativos distinto das regras aplicáveis aos *inducements* foi uma decisão do legislador europeu que deve ser louvada. De facto, não só não faria qualquer sentido utilizar uma abordagem «*one size fits all*» – na qual todos os benefícios estariam sujeitos às mesmas regras independentemente da sua relevância ou suscetibilidade de prejudicar o cumprimento dos deveres da empresa de investimento – como esta acabaria por ser excessivamente restritiva para os intermediários financeiros, uma vez que vedaria que estes recebessem benefícios não significativos completamente incapazes de desvirtuar as suas relações com os seus clientes.

Capítulo III

Research enquanto inducement

No primeiro capítulo do presente estudo foi apresentado o regime geral dos *inducements* da DMIF II, regime esse que, como foi aqui constatado, reiterou em grande parte o enquadramento estabelecido no diploma que lhe antecedeu, consistindo o seu principal contributo na concretização dos critérios legitimadores dos *inducements*. Por sua vez, o segundo capítulo centra-se nas novas regras aplicáveis aos benefícios no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento a título independente e/ou gestão de carteiras – aquela que é considerada como a grande revolução introduzida pela DMIF II em matéria de *inducements*. Deste modo, o presente capítulo focar-se-á na aplicação do regime dos benefícios ilegítimos ao *investment research*, traduzido para português por «recomendações de investimento»⁸⁰.

Apesar de a DMIF II não apresentar uma definição explícita e consistente de *research*, do Considerando 28 da Diretiva Delegada da DMIF II é possível retirar-se uma definição alargada sujeita a dois requisitos: *i*) os materiais ou os serviços utilizados nos estudos devem ser relativos a um ou vários instrumentos financeiros ou a outros ativos, ou os emissores ou potenciais emissores de instrumentos financeiros, ou que estão estreitamente relacionados com um determinado sector ou mercado, de tal modo que contribuam para formar as opiniões sobre instrumentos financeiros, ativos ou emissores nesse sector; *ii*) esse tipo de material ou

⁸⁰ Como refere Paulo Câmara, na versão portuguesa dos diplomas europeus, «*investment research*» é traduzido por «estudos de investimento», na opinião do autor, impropriamente. Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 524.

serviços recomenda ou sugere, explícita ou implicitamente, uma estratégia de investimento e proporciona uma opinião fundamentada sobre o valor ou preço atual ou futuro desses instrumentos ou ativos, ou contém uma análise e uma perspectiva original e chega a conclusões com base em informações novas ou já existentes que podem ser utilizadas para a conceção de uma estratégia de investimento e ser relevantes e suscetíveis de conferir valor acrescentado às decisões da empresa de investimento em nome dos clientes que pagam taxas relativas a esses estudos⁸¹. De forma concisa, as recomendações de investimento serão entendidas como estudos ou informações que formulem recomendações ou sugestões de investimento^{82/83}.

As empresas de investimento, incluindo aquelas que prestam serviços de consultoria a título independente e gestão de carteiras, recorrem a diversos elementos informativos, entre os quais se inclui o *research*, para tomarem decisões de investimento, pelo que o recebimento de estudos e outros materiais que se enquadrem na definição de *research* por parte de uma empresa de investimento, sem que exista qualquer contrapartida para o terceiro que os fornece, pode configurar um benefício ilegítimo, na medida em que aquela está a receber algo que lhe é valioso sem qualquer encargo associado, ou com um desconto significativo^{84/85}.

⁸¹ Nesta definição alargada de *research* enquadra-se o *investment research* tal como definido no art. 36.º/1 do Regulamento Delegado (UE) n.º 2017/565 da Comissão de 25 de abril de 2016.

⁸² Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 524.

⁸³ De notar que o *research* constitui um serviço auxiliar dos serviços e atividades de investimento, nos termos do art. 291.º/1 do CdVM.

⁸⁴ Neste sentido, Matias, Tiago dos Santos, *supra* nota 22, p. 42; e Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, p. 223.

⁸⁵ Para uma distinção pormenorizada entre as recomendações de investimento e figuras afins (como sejam as análises macroeconómicas e estudos de mercado), *ver* Matias, Tiago dos Santos, *supra* nota 22, pp. 46-48.

3.1. Aplicação do regime dos *inducements* às recomendações de investimento – Uma questão controversa

A aplicação do regime dos *inducements* à atividade de *research* foi, como mencionam vários autores, um dos aspetos mais controvertidos introduzidos pela DMIF II⁸⁶. Com efeito, durante o decurso da elaboração da consulta de mercado e aconselhamento técnico da ESMA, a grande maioria das entidades consultadas sustentou que o *research* não deveria ser qualificado como um *inducement* por várias razões:

1. A prestação de *research* trata-se de um serviço, sendo mesmo classificado como um serviço de investimento auxiliar, nos termos do n.º 4 da Secção B do Anexo 1 da DMIF I;
2. O recebimento de *research* por parte de um gestor de carteiras é do interesse do cliente uma vez que ajuda os gestores de carteiras a cumprirem as obrigações fiduciárias que têm para com os seus clientes ao tornarem as suas decisões de investimento mais adequadas e promoverem uma alocação mais eficiente do dinheiro dos investidores;
3. Somente o *research* (ou outros serviços) prestado sem contrapartida ou a um desconto significativo seria passível de ser configurado como um benefício (e como tal um *inducement*), mas esta não é a prática corrente na prestação de *research*;
4. Os *inducements*, tal como projetados na DMIF I, visam essencialmente problemas decorrentes da distribuição de instrumentos financeiros, sendo que o *research* nem sequer é mencionado enquanto benefício ilegítimo no diploma principal DMIF II⁸⁷.

⁸⁶ Ver, Câmara, Paulo, *supra* nota 10, p. 524; Matias, Tiago dos Santos, *supra* nota 22, p. 45, e Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, p. 223.

⁸⁷ ESMA, *Technical Advice*, *supra* nota 45, p. 130.

Vários dos inquiridos argumentaram ainda que a proposta da ESMA de proibir o recebimento de recomendações de investimento por parte de empresas de investimento, salvo determinadas exceções, poderia ter diversas consequências nefastas não intencionais, nomeadamente um pesado aumento de custos para os gestores de ativos na União Europeia, uma desvantagem competitiva para gestores de pequena dimensão e um inevitável levantamento de barreiras na entrada de novos gestores no mercado. A isto junta-se ainda o facto de tal proposta levar a uma redução da qualidade e diversidade das recomendações de investimento recebidas, com especial impacto nas empresas de investimento especializadas de pequena dimensão, e a um desnivelamento do *level playing field* entre os intermediários financeiros que prestem serviços dentro do espaço económico europeu e aqueles que o fazem fora⁸⁸.

De igual modo, numa carta dirigida à Comissão Europeia e à ESMA, a Alemanha, França e Reino Unido defenderam que o mecanismo para o pagamento de recomendações de investimento não deveria ser excessivamente prescritivo. Neste sentido, os três Estados-membros consideraram que as limitações impostas ao *research* extravasavam aquilo que tinha sido acordado na DMIF II⁸⁹.

Apesar de discordar da maioria das críticas, a ESMA julgou adequado, de modo a aplacar as preocupações expressas pelas entidades consultadas, aconselhar a Comissão a clarificar as circunstâncias nas quais o recebimento de *research* prestado por um terceiro não cai no âmbito das proibições do art. 24.º/7/a), 8 e 9 da DMIF II, sendo, como tal, permitido⁹⁰.

Não obstante, independentemente da clarificação das circunstâncias restritas em que o recebimento de *research* é legítimo, a verdade é

⁸⁸ ESMA, *Technical Advice*, *supra* nota 45, p. 130. Para uma apresentação mais detalhada das diversas objeções levantadas contra a proposta da ESMA, veja-se as pp. 130 e ss.

⁸⁹ Carta de 25 de agosto de 2015.

⁹⁰ ESMA, *Technical Advice*, *supra* nota 45, pp. 132-133.

que a aplicação do regime dos *inducements* ao recebimento de recomendações de investimento acaba por ter como efeito uma incontornável redução da utilização de *research* por parte das empresas de investimento, o que, como faz notar Paulo Câmara, pode acarretar consequências indesejáveis imprevisas no estímulo à formação de decisões de investimento informadas⁹¹.

É inegável que o recebimento de *research* tem o potencial de exercer efeitos adversos na relação entre a empresa de investimento e o cliente, nomeadamente criando uma relação de preferência entre o terceiro que fornece o *research* e a empresa de investimento, no âmbito da qual esta dá primazia aos instrumentos desse terceiro em detrimento do perfil de investimento do cliente. No entanto, como foi referido a propósito dos benefícios não monetários não significativos, a partilha de informação entre os diversos intermediários do mercado será, em princípio, benéfica, não só para estes, que terão na sua posse mais e melhores elementos informativos para prestar os seus serviços, como para os próprios clientes, que saem beneficiados quando as empresas de investimento agem de acordo com os seus melhores interesses. Com efeito, o facto de a DMIF II vedar o recebimento de *research* por parte de empresas de investimento poderá ter uma influência negativa, como se *supra*, na formação de decisões de investimento informadas, com possíveis consequências especialmente danosas para os clientes, que estarão sujeitos a recomendações mal informadas ou prestações de serviços que não vão ao encontro do seu melhor interesse por falta de informações.

Destarte, o axioma adotado pela DMIF II, segundo o qual o recebimento de *research* é proibido, salvo as exceções previstas, parece ser excessivo no seu alcance e mais prejudicial que benéfico para o cliente. Ademais, numa perspetiva de justiça equitativa, não parece ser adequado prescrever a mesma solução no caso de recebimento de *research*, em que o cliente é, pelo menos, potencialmente beneficiário, que no caso

⁹¹ Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 439.

de recebimento de outro tipo de incentivos, dos quais o cliente nada beneficia⁹². Por ambas estas razões, seria preferível que o legislador tivesse adotado uma abordagem mais cautelosa, permitindo, em princípio, que as empresas de investimento recebessem *research* de terceiros, salvo nas situações em que estes fossem comprovadamente suscetíveis de influenciar de modo negativo a prestação do serviço de investimento ao cliente⁹³.

3.2. Recebimento legítimo de *research* oneroso

Seguindo o entendimento da ESMA, a Comissão Europeia optou por incorporar as regras relativas à utilização de *research* como uma exceção. Neste sentido, como se retira do art. 13.º/1 da Diretiva Delegada da DMIF II, a realização de *research* por terceiros para empresas de investimento que prestem serviços de investimento será, em princípio, considerada um incentivo ilícito a não ser que se verifique alguma das exceções das alíneas que se seguem. De igual modo, o art. 313.º-C/1 do CdVM estabelece que a regra é a proibição de recomendações de investimento prestadas por terceiros a empresas de investimento, sendo a sua legitimidade a exceção^{94/95}.

⁹² Relativamente aos possíveis efeitos benéficos do *research* de terceiros para o cliente, ver Horan, Stephen M., e Johnson, D. Bruce, «Can Third-Party Payments Benefit the Principal? The Case of Soft Dollar Brokerage», *International Review of Law and Economics*, 28 (2008), 56-77.

⁹³ Ou seja, precisamente o contrário do que foi estabelecido na DMIF II.

⁹⁴ No caso de o *inducement*, no entanto, operar em sentido inverso – isto é, ser o intermediário financeiro, ou outras pessoas envolvidas na elaboração de estudos de investimento, a receber um benefício por parte de quem tenha um interesse significativo na matéria objeto dos estudos – este será absolutamente proibido [art. 37.º/2/d) do Regulamento Delegado].

⁹⁵ Desta forma proíbe-se aquela que era a prática dominante no mercado pré-DMIF II que consistia nos corretores agruparem os pagamentos de *research* juntamente

A referida exceção à regra geral de ilegitimidade do *research* prevê duas maneiras distintas, ainda que ambas onerosas, de as empresas de investimento receberem recomendações de investimento de terceiros. A primeira é simplesmente o *research* ser recebido em troca de pagamentos diretos da empresa de investimento, recorrendo esta aos seus próprios recursos⁹⁶. Existindo uma retribuição pecuniária da parte da empresa de investimento que recebe o *research* não é possível afirmar, em rigor, que esteja em causa um *inducement* tal como configurado na DMIF II, pelo que o afastamento do seu regime decorre naturalmente de tal premissa. A segunda via passa pelo pagamento das recomendações de investimento utilizando o dinheiro do cliente a partir de uma conta de pagamento separada destinada ao *research* (a chamada «*research payment account*», ou RPA) controlada pela empresa de investimento⁹⁷. Esta última hipótese, pela sua complexidade e requisitos a que está sujeita, justifica uma análise mais detalhada que se efetuará *infra*.

Para que uma empresa de investimento possa receber *research* realizado por um terceiro recorrendo a uma RPA é necessário estarem preenchidas quatro condições cumulativas relativas ao funcionamento da conta⁹⁸: i) a conta de pagamento deve ser financiada por uma taxa específica relativa às recomendações de investimento cobrada ao cliente⁹⁹; ii) no âmbito da criação da conta de pagamento destinada ao *research*

com os custos de transação. Brenncke, Martin, *supra* nota 19, p. 41. Sobre esta temática, ver Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.^a edição, Oxford University Press, p. 693.

⁹⁶ Art. 13.º/1/a) da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/1/a) do CdVM.

⁹⁷ Art. 13.º/1/b) da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/1/b) do CdVM.

⁹⁸ Conferir as alíneas do art. 13.º/1/b) da Diretiva Delegada da DMIF II e do art. 313.º-C/1/b) do CdVM.

⁹⁹ Esta taxa baseia-se apenas num orçamento consagrado a recomendações de investimento fixado pela empresa de investimento para efeitos de determinar a necessidade de recomendações de investimento de terceiros sobre os serviços prestados aos seus clientes e não pode estar relacionada com o volume ou valor das transações executadas em nome dos clientes. Art. 313.º-C/4/a) e b) do CdVM.

e tendo a comissão sido acordada entre a empresa de investimento e o cliente, aquela deve definir e avaliar periodicamente um orçamento consagrado ao *research*¹⁰⁰; *iii*) a empresa de investimento é responsável pela conta de pagamento¹⁰¹; *iv*) a empresa de investimento deve ainda avaliar periodicamente a qualidade do *research* adquirido com base em critérios de qualidade robustos e na sua capacidade para contribuir para melhores decisões de investimento¹⁰².

Uma vez definido o orçamento consagrado às recomendações de investimento este não poderá ser excedido pelo montante total das comissões relativas ao *research* cobradas ao cliente¹⁰³. Não obstante, mesmo tendo em conta o facto de o orçamento ser uma estimativa *ex ante* do valor do custo do *research*, a ESMA não veda a realização de ajustamentos *ex post*, desde que sejam razoáveis e realizados em modos previsíveis

¹⁰⁰ No que respeita a este requisito, importa referir que: *a*) o orçamento consagrado a recomendações de investimento é gerido exclusivamente pela empresa de investimento e deve ter por base uma avaliação razoável da necessidade de recomendações de investimento de terceiros; *b*) a dotação do orçamento para a aquisição de recomendações de investimento a terceiros é sujeita a controlos adequados e à supervisão da direção para garantir que é gerida e utilizada no melhor interesse dos clientes do intermediário financeiro; *c*) para efeitos de auditoria, esses controlos incluem uma informação clara dos pagamentos efetuados aos prestadores de recomendações de investimento e do modo como os montantes pagos foram determinados. Art. 313.º-C/10 do CdVM.

¹⁰¹ Não obstante, é permitido à empresa de investimento delegar a gestão da RPA a um terceiro, desde que isso facilite a sua aquisição a terceiros e os pagamentos a fornecedores em nome da empresa de investimento, sem atrasos indevidos, em conformidade com as instruções daquela. Art. 313.º-C/12 do CdVM.

¹⁰² Neste contexto, as empresas de investimento devem estabelecer por escrito todos os elementos necessários e facultá-los aos seus clientes, bem como explicar em que medida o *research* adquirido através da conta de pagamento beneficia o cliente, tendo em conta, nomeadamente, as estratégias de investimento aplicáveis aos diferentes tipos de carteiras e a abordagem adotada pela empresa de investimento para afetar esses custos de forma equitativa às carteiras dos diferentes clientes. Art. 313.º-C/13 do CdVM.

¹⁰³ Art. 13.º/4 da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/6 do CdVM.

para o cliente, por via de critérios predeterminados¹⁰⁴. Por outro lado, um aumento significativo no orçamento de *research* só pode ocorrer após a prestação de informações claras aos clientes sobre a intenção de aplicar tal aumento^{105/106}.

O legislador prevê também que as empresas de investimento devem ainda instituir um processo de reembolso ou de compensação ao cliente no caso de existir um excedente na RPA no final de o período previsto, de modo a que as empresas de investimento não tenham incentivos a estabelecer um orçamento manifestamente reduzido e a beneficiar do excedente como substituto de eventuais *inducements*, agora vedados pela DMIF II¹⁰⁷.

A criação de uma RPA implica também deveres de informação acrescidos da empresa de investimento para com o seu cliente. De facto, nos termos do segundo parágrafo do art. 13.º/1 da Diretiva Delegada da DMIF II, as empresas de investimento estão vinculadas a, antes da prestação de um serviço de investimento, fornecer aos clientes informações sobre o montante inscrito no orçamento consagrado ao *research* e o montante da taxa estimada, bem como a informação anual sobre os custos totais que cada um deles tenha incorrido para *research* realizado por terceiros¹⁰⁸. Ademais, de acordo com o art. 313.º-C/3 do CdVM, enquanto a empresa de investimento operar a RPA deve apresentar, a pedido dos seus clientes ou, no caso português, da CMVM: *a*) um resumo dos fornecedores pagos a partir dessa conta; *b*) o montante total que receberam durante um período definido; *c*) os benefícios e serviços recebidos pela

¹⁰⁴ Ver a questão 10 do Q&A da ESMA. ESMA, Q&A, *supra* nota 47, pp. 60-61.

¹⁰⁵ Art. 13.º/5 da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/8 do CdVM.

¹⁰⁶ Ainda a propósito do orçamento consagrado a recomendações de investimento, nos termos do art. 313.º-C/11 do CdVM, a empresa de investimento não pode utilizar o orçamento consagrado a recomendações de investimento e a conta de pagamento destinada às mesmas para financiar recomendações de investimento internas.

¹⁰⁷ Art. 13.º/5 da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/9 do CdVM.

¹⁰⁸ Art. 313.º-C/2/a) e b) do CdVM.

empresa de investimento; d) a forma como o montante total da conta foi despendido em comparação com o orçamento fixado para esse período, assinalando eventuais abatimentos ou montantes transitados caso sobre fundos residuais na conta.

Além de deveres de informação reforçados, a DMIF II estabelece deveres especiais para as empresas de investimento que prestem serviços de execução. De acordo com o art. 13.º/9 da Diretiva Delegada da DMIF II, estas devem identificar taxas separadas referentes aos serviços de execução que apenas refletem o seu custo. Ademais estabelece-se ainda que a prestação de qualquer outro serviço ou benefício pela mesma empresa de investimento a empresas de investimento estabelecida na União Europeia deve ser sujeita a uma taxa identificável separadamente, sendo que a oferta e os encargos aplicáveis a esses serviços ou benefícios não devem ser influenciados ou condicionados por níveis de pagamento de serviços de execução^{109/110}.

Da complexidade e exigência das regras a que estão sujeitas as empresas de investimento caso desejem criar uma conta separada de pagamentos de *research*, parece sobressair uma clara intenção do legislador europeu de desencorajar a utilização desta via e promover o pagamento do *research* pelos próprios intermediários financeiros¹¹¹.

O expediente utilizado pelo legislador não é, no entanto, o mais feliz. Na verdade o desincentivo à utilização das RPA para financiar *research* é também, ainda que indiretamente, um desincentivo geral à utilização de *research* pelas empresas de investimento na prestação dos

¹⁰⁹ Art. 13.º/9 da Diretiva Delegada da DMIF II e art. 313.º-C/14 do CdVM.

¹¹⁰ Com interesse para esta questão, ver também a questão 7.3 do Q&A da ESMA, na qual esta esclarece que quando uma empresa de investimento que realize recomendações de investimento também prestar serviços de execução nos termos previstos no art. 13.º/9 da Diretiva Delegada da DMIF II, a prestação de *research* gratuito por parte desta constitui uma violação da obrigação que decorre do referido preceito. ESMA, Q&A, *supra* nota 47, p. 53.

¹¹¹ Neste sentido, Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 438.

seus serviços. De facto, sendo a criação de uma conta separada de pagamentos de *research* um meio demasiado complexo e dispendioso, a única alternativa que restará às empresas de investimento será suportar o seu custo com os seus próprios meios, algo que muitas podem considerar não se justificar numa perspetiva de custo-benefício. Por sua vez, uma menor utilização de *research* na prestação de serviços de investimento, como foi referido *supra*, tem consequências prejudiciais para os próprios clientes, na medida em que poderá levar a que os intermediários financeiros tenham acesso a menos informações para levar a cabo os seus deveres, com especial proeminência para o de adequação entre o serviço a prestar e o perfil concreto do cliente¹¹².

3.3. *Research* como um benefício monetário não significativo

No caso de não se verificar nenhuma das exceções previstas no art. 13.º da Diretiva Delegada da DMIF II, o recebimento de recomendações de investimento por parte de empresas de investimento sujeita-se ao regime geral estabelecido no art. 24.º/7/b), 8 e 9, da DMIF II¹¹³. Neste sentido, é possível que o *research* possa configurar um benefício não monetário não significativo nos termos do art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II. A própria ESMA reconheceu, no seu documento de consulta do mercado, que as restrições impostas sobre o *research* enquanto *inducement* não vedam as empresas de investimento de receberem determinado tipo de recomendações de investimento «personalizadas», desde que assegurem que tal recebimento não é influenciado por outros negócios que tenham com o terceiro que presta o *research*¹¹⁴.

¹¹² Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 442.

¹¹³ ESMA, Q&A, *supra* nota 47, p. 53.

¹¹⁴ ESMA, *Consultation Paper MiFID II/MiFIR*, 22 May 2014 | ESMA/2014/549, pp. 121-122. Por exemplo, se um gestor de carteiras recorrer regularmente a um corretor para executar ordens em nome dos seus clientes mas também desejar adquirir

O critério fundamental para distinguir o *research* que constitui um benefício não monetário não significativo daquele que não se enquadra nos limites do art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II parece ser o da afetação de recursos significativos à empresa de investimento. De acordo com o Considerando 30 da Diretiva Delegada da DMIF II, qualquer benefício não monetário (onde se incluem as recomendações de investimento) que envolva um terceiro e afete recursos valiosos à empresa de investimento não pode ser encarado como não significativo, devendo considerar-se que prejudica o cumprimento do dever da empresa de investimento de agir no melhor interesse do seu cliente¹¹⁵.

O Considerando 29 menciona ainda que, no que diz respeito ao recebimento de incentivos por parte das empresas de investimento e à aplicação das regras relativas ao *research*, a isenção do benefício não monetário não significativo pode ser aplicada em relação a certos tipos de informações ou materiais recebidos de terceiros. Neste sentido, de acordo com o mesmo Considerando, material escrito de um terceiro que seja encomendado e pago por uma sociedade emitente ou um potencial emitente para promover uma nova emissão por essa empresa, ou se o terceiro estiver contratualmente vinculado e for pago pelo emitente para produzir esses materiais numa base contínua, deve ser considerado aceitável como benefício não monetário não significativo sujeito a divulgação e à disponibilidade desse material¹¹⁶.

Do mesmo modo, materiais ou serviços não essenciais que consistam num comentário de mercado de curto prazo sobre as mais recentes estatísticas económicas ou resultados de empresas, ou informações

recomendações de investimento personalizadas do mesmo corretor, tal gestor teria de estabelecer uma separação contratual clara entre os serviços de execução de ordens e os serviços de realização de *research*.

¹¹⁵ De notar aqui mais uma presunção inilidível, idêntica àquela que foi analisada no Capítulo 2.

¹¹⁶ Correspondência com a alínea *b*) do art. 12.º/3 da Diretiva Delegada da DMIF II.

sobre próximas divulgações ou eventos, fornecidos por um terceiro e que contenham apenas um breve resumo do seu próprio parecer sobre essas informações que não sejam fundamentadas nem incluam qualquer análise substantiva, podem ser consideradas informações relativas a um instrumento financeiro ou a um serviço de investimento de dimensão e natureza tal que constituam um benefício não monetário não significativo aceitável¹¹⁷.

3.4. Imposição de obrigações adicionais (*gold-plating*)

De acordo com o art. 24.º/12 da DMIF II, os Estados-membros podem, em casos excepcionais, impor às empresas de investimento obrigações adicionais em relação às questões abrangidas pelo referido artigo (onde se inclui o recebimento de *inducements*), desde que estas sejam objetivamente justificadas e proporcionais, de modo a fazer face a determinados riscos específicos que possam incidir sobre a proteção dos investidores ou a integridade dos mercados e que sejam de especial importância no quadro da estrutura do mercado desse Estado-membro.

No que diz respeito ao procedimento previsto, caso um Estado-membro pretenda impor obrigações adicionais àquelas que se encontram previstas no art. 24.º da DMIF II, este deve notificar a Comissão Europeia de tal, pelo menos dois meses antes da data prevista para a entrada em vigor dessas obrigações, incluindo uma justificação da necessidade de implementação de regras adicionais. Recebendo esta notificação, a Comissão dispõe igualmente de dois meses para emitir o seu parecer sobre a proporcionalidade e justificação das obrigações adicionais, devendo posteriormente, em caso de parecer positivo, comunicá-las aos restantes Estados-membros e publicá-las no seu sítio *web*¹¹⁸.

¹¹⁷ Considerando 29 da Diretiva Delegada da DMIF II.

¹¹⁸ Segundo, terceiro e quarto parágrafos do art. 24.º/12 da DMIF II. De acordo

A possibilidade do chamado *gold-plating* – isto é, a imposição de regras suplementares às previstas na legislação europeia por um Estado-membro no seu ordenamento jurídico – no âmbito da regulação dos mercados e instrumentos financeiros não é propriamente uma novidade da DMIF II. De facto, já o art. 4.º da Diretiva de Implementação da DMIF I estabelecia, numa previsão em tudo semelhante ao atual art. 24.º/12 da DMIF II, que os Estados-membros podiam, em determinados casos, impor obrigações adicionais às empresas de investimento. Apesar de na altura ser controverso se os Estados-membros poderiam apenas recorrer ao *gold-plating* no que diz respeito às normas da Diretiva de Implementação (como o próprio preceito parece sugerir com «para além das constantes na presente diretiva»), ou se também o podiam fazer relativamente às normas de conduta da DMIF I¹¹⁹, o legislador holandês aproveitou aquela norma para estabelecer uma proibição de *inducements* mais restrita do que a prevista na legislação europeia¹²⁰.

De modo semelhante aos Países Baixos, também o Reino Unido optou por implementar regras mais exigentes em matéria de benefícios do que as estabelecidas pelo pacote legislativo DMIF I. Neste sentido, a *Financial Services Authority* (FSA) instituiu, em junho de 2016, o *Retail Distribution Review* (RDR) com o objetivo de reformular radicalmente a estrutura de pagamento entre as empresas de investimento e os seus distribuidores em benefício dos clientes. Em conformidade com as novas regras, o recebimento de *inducements* foi totalmente proibido, sendo estas comissões substituídas por taxas antecipadas que os clientes tinham

com o quinto parágrafo, os Estados-membros podem manter obrigações adicionais que tenham sido notificadas à Comissão, nos termos do artigo 4.º da Diretiva de Implementação da DMIF I, antes de 2 de julho de 2014, desde que estejam satisfeitas as condições estabelecidas nesse artigo.

¹¹⁹ Brenncke, Martin, *supra* nota 19, p. 46.

¹²⁰ Ver Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, pp. 211-214.

agora de pagar para aceder aqueles serviços¹²¹. Os efeitos destas regras no mercado financeiro britânico serão mencionados no próximo capítulo a propósito das implicações práticas do regime dos *inducements* da DMIF II.

A priori, poderia até ser compreensível que numa questão tão polémica entre os diversos Estados-membros, como é a do pagamento e recebimento de *inducements* no âmbito da prestação de serviços de investimento¹²², o legislador europeu tenha tentado encontrar um meio-termo através da estatuição de normas que permitam a imposição de obrigações adicionais, como são o art. 24.º/12 da DMIF II e o art. 4.º da Diretiva de Implementação da DMIF I. No entanto, não deixa de ser de lamentar que nesta questão – que tem tanto de polémica como de importante no contexto do problema do conflito de interesses nos mercados financeiros – esse mesmo legislador não tenha optado por harmonizar a nível europeu as regras que regem os *inducements*, permitindo, pelo contrário, que estas variem consoante os Estados-membros¹²³. A opção legislativa adotada na DMIF II é, nesta perspetiva, criticável sob duas vertentes: por um lado, abre a porta ao *double banking* – que ocorre quando a legislação europeia abrange a mesma matéria que a legislação nacional existente, e em que os dois regimes não são completamente consistentes, dando

¹²¹ Ver Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, pp. 214-216. Relativamente ao regime de *inducements* britânico pré-DMIF II, ver Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, pp. 372-378.

¹²² Cujas posições no que concerne a este assunto iam desde um tratamento relativamente leniente dos *inducements* a uma proibição total ainda mais exigente do que a estabelecida na DMIF II, como no caso holandês.

¹²³ Neste sentido, Silverentand, Larissa, Sprecher, Jasha, e Simons, Lisette, *supra* nota 22, pp. 224-225.

origem a custos desnecessários para os sujeitos do mercado¹²⁴ – o que pode ter consequências nefastas e indesejáveis na manutenção de um *level playing field* a nível europeu para as empresas de investimento dos diferentes Estados-membros; por outro lado, não é consistente, contrariando até diretamente, com o objetivo europeu da criação de uma União dos Mercados de Capitais entre os Estados-membros¹²⁵.

¹²⁴ Ver Voermans, Wim, *Gold-Plating and Double Banking: An Overrated Problem?* (dezembro, 2008). CONTENT AND MEANING OF NATIONAL LAW IN THE CONTEXT OF TRANSNATIONAL LAW, Henk Snijders/Stefan Vogenauer (eds.), Sellier European Law Publishers: Munich, 2009, p. 8, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3063236>.

¹²⁵ Para mais informações, ver Comissão Europeia, *Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais*, 2015.

Capítulo IV

Proteção dos investidores como fim em si mesmo? Efeitos negativos do regime dos *inducements* na DMIF II

No decorrer da presente obra foi mencionado diversas vezes que a razão que levou o legislador europeu a instituir um regime de benefícios mais restritivo que aquele em vigor na DMIF I, particularmente no que diz respeito às regras aplicáveis à consultoria para investimento a título independente e à gestão de carteiras, prende-se com a sua louvável intenção de proteger os pequenos investidores e aumentar a clareza dos serviços prestados pelos intermediários financeiros¹²⁶. De facto, parece ser lógico que, suprimindo-se uma das principais causas de conflitos de interesses entre as empresas de investimento e os seus clientes, as primeiras estejam menos suscetíveis a agir contra os interesses destes últimos, o que, conseqüentemente, significa um aumento da proteção para os investidores.

A questão que me proponho agora a discutir não é, no entanto, se o regime dos *inducements* da DMIF II tem efeitos positivos do ponto de vista da parte mais fraca (algo que é relativamente consensual), mas sim: *i*) quais os seus efeitos negativos, tanto para as empresas de investimento como para os clientes; e *ii*) numa lógica de custo-benefício, até que ponto são os efeitos negativos adequadamente compensados pelos efeitos positivos.

Antes de mais, é necessário sublinhar que o grande objetivo a alcançar pela legislação europeia dos mercados financeiros sempre foi a completa integração do mercado europeu, sendo a proteção dos

¹²⁶

Considerando 74 da DMIF II.

investidores um subproduto necessário desse objetivo. Nesta medida, pode-se afirmar que, a nível europeu, a proteção dos investidores é encarada como algo sem dúvida desejável, mas também essencialmente como uma ferramenta para alcançar um fim, e não como um fim em si mesmo. Assim, caso o objetivo de integração do mercado e o da proteção dos investidores entrem em conflito, o primeiro deverá sempre prevalecer¹²⁷. É importante, como tal, perceber em que medida esta hierarquia de objetivos foi respeitada na DMIF II e, em última análise, se as novas regras de *inducements*, que têm como *ratio* a proteção dos investidores, não acabam por prejudicar a integração económica desejada, os intermediários financeiros e até os próprios investidores.

Em primeiro lugar, um dos efeitos inevitáveis do aumento dos custos regulatórios impostos pela DMIF II passa necessariamente por um decréscimo do número de firmas que prestam serviços de consultoria para investimento a título independente e gestão de carteiras – em comparação com aquelas que existiam no mercado pré-DMIF II – restando às empresas de investimento de pequena dimensão, que não têm capacidade financeira de fazer face aos novos custos, a opção de se fundir ou desaparecer. Do mesmo modo, é natural que também se verifique uma diminuição de consultores financeiros, tanto independentes – pelas mesmas razões que as pequenas empresas de investimento – como dependentes, na proporção dos encargos com que os intermediários financeiros têm agora de lidar¹²⁸.

Por outro lado, a diminuição supramencionada não parece ser acompanhada por uma redução das receitas gerais das empresas de

¹²⁷ Moloney, Niamh, «Investor Protection and the Treaty: An Uneasy Relationship», Guido Ferrarini/Klaus Hopt/Eddy Wymeersch, *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, 2002, pp. 48-52, e Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, p. 370.

¹²⁸ Veja-se, por exemplo, o caso do RDR, em que o número de consultores financeiros, estimado acima de 40 000 em 2011, desceu para 31 000 em 2014. Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, p. 374.

investimento que se conseguem manter no mercado, uma vez que estas irão necessariamente aumentar o custo da prestação dos seus serviços para compensar a perda da receita dos *inducements*¹²⁹. De facto, ao se privar as empresas de investimento de uma tradicional e relevante fonte de rendimento, essencial no balanço do orçamento interno de cada firma, é apenas natural que estas tenham a necessidade de aumentar outras receitas para fazer face aos novos encargos. Nesta medida, serão os clientes a ter de suportar os inevitáveis custos do não recebimento de *inducements*, passando estes a pagar mais por um serviço do que pagariam pré-DMIF II.

A evolução por parte dos intermediários financeiros em direção à prestação de serviços de valor acrescentado como consequência do novo regime dos *inducements* tem, no entanto, o potencial de ter efeitos adversos para os clientes que vão além do aspeto imediatamente negativo do aumento de preços. Análises do regime do RDR mostraram que a subida dos pré-requisitos económicos de acesso aos serviços de investimento criou duas categorias distintas de investidores no mercado financeiro. A primeira destas categorias é composta por investidores que têm a capacidade financeira e a vontade de pagar o valor acrescentado dos serviços de investimento, recebendo, em contrapartida, um serviço mais transparente e de melhor qualidade. Na segunda categoria, no entanto, estão os pequenos investidores sem possibilidade, ou sem vontade, de pagar o novo preço de mercado para aqueles serviços. Esta categorização tem como efeito a criação de um vácuo de consultoria para este último grupo, o chamado «*advice gap*»¹³⁰.

¹²⁹ Para se ter uma ideia, no Reino Unido, de maneira a contrabalançar a proibição de recebimento de *inducements*, assistiu-se a um aumento astronómico da soma total dos honorários cobrados pelas empresas de investimento no setor comercial, passando de uma estimativa 228 milhões de libras em 2011 para 1836 milhões em 2015. Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, p. 375.

¹³⁰ Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, p. 377.

No que diz respeito à DMIF II, este problema será particularmente destacado nos casos da consultoria para investimento a título independente e da gestão de carteiras, por estarem estes serviços sujeitos a uma proibição quase total de recebimento de benefícios. De certa forma, não deixa de ser irónico que um regime fundamentado na proteção dos investidores acabe por levar ao afastamento de uma parte significativa dos investidores – por sinal, os mais necessitados de consultoria financeira – do acesso aos serviços de investimento de maior qualidade¹³¹. Pode-se afirmar, deste modo, que existe uma forçosa contradição entre aquela que é a *ratio* das novas normas e os efeitos práticos que estas vêm a ter no mercado financeiro.

De modo semelhante, a intenção do legislador de estabelecer o serviço de consultoria para investimento a título independente como o serviço de consultoria por excelência – sujeito aos mais elevados padrões de transparência e exigência em benefício dos clientes – acaba por esbarrar na aversão natural das empresas de investimento a regimes excessivamente restritivos. O resultado é que, perante as novas regras, a maioria dos intermediários financeiros evita prestar serviços de consultoria a título independente, restringindo a sua oferta apenas à dependente¹³². Também nesta questão parece que o efeito prático das regras adotadas vem a ser precisamente o oposto daquilo que se pretendia alcançar com a sua adoção.

Em relação às regras que regem o *research* é importante sublinhar alguns aspetos. Em primeiro lugar, de um ponto de vista estrutural, não faz qualquer sentido equiparar legislativamente o *research* aos restantes *inducements* recebidos pelas empresas de investimento. Não se pretende com esta afirmação defender a não regulação do *research*, mas somente

¹³¹ Como afirma George Papaconstantinou, «Depriving them from the privilege of independent advice would go against their best interests and consequently, the aspiration of achieving investor protection», Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, p. 380.

¹³² Neste sentido, Câmara, Paulo, *supra* nota 9, p. 522.

fazer notar que é manifestamente injusto sujeitar às mesmas regras restritivas a que estão sujeitos os outros *inducements*, uma ferramenta necessária à boa atuação das empresas de investimento – como são as recomendações de investimento – sob pena de se desincentivar a recolha de informações por parte dos intermediários financeiros e, conseqüentemente, aumentar a probabilidade da prestação de um serviço não adequado ao cliente.

Em segundo lugar, as implicações práticas destas regras também não podem ser ignoradas. O que se verifica no mercado é que a nova realidade das empresas de investimento terem de pagar pelo *research*¹³³ que recebem acaba por prejudicar o natural fluxo de informação entre estas e os terceiros que fornecem as recomendações de investimento, tendo agora os intermediários financeiros receber qualquer informação que tenham de vir a pagar mais tarde. Outras das conseqüências práticas do novo regime do *research* é a diminuição do número de empresas que o fornecem à medida que os intermediários financeiros reduzem a quantidade de *research* utilizado no âmbito da prestação dos seus serviços de investimento. O facto de passar a existir mais oferta que procura leva a que as empresas fornecedoras de recomendações de investimento de menor dimensão tenham dificuldade em manter-se no mercado¹³⁴.

Esta exposição dos efeitos negativos que realça o risco de se legislar adotando-se o mote da proteção dos investidores como um fim em si mesmo, e não como um meio instrumental para se alcançar aquele que é o verdadeiro objetivo da União Europeia neste âmbito: a União dos Mercados de Capitais, ou, por outras palavras, a integração completa do mercado financeiro. Quando a integração e o bom funcionamento do

¹³³ Como era de prever, o que se constata na prática é que as empresas de investimento evitam utilizar as RPA para pagar o *research*, preferindo ser elas a suportar os custos ou, em ultimo caso, nada receber.

¹³⁴ Murphy, Hannah, Morris, Stephen, e Mooney, Attracta, «MiFID II has thrown up several unintended consequences», *Financial Times*, 2019, disponível em: <https://www.ft.com/content/6644989a-02b2-11e9-99df-6183d3002ee1>.

mercado são postos em segundo plano a favor de uma teórica maior de proteção dos investidores, o resultado é uma abordagem excessivamente restritiva e prejudicial, não só para aqueles dois objetivos mas também para os intermediários financeiros e até para os próprios investidores, como este caso justamente demonstra.

Tendo tudo isto em vista, não parece ser possível afirmar que os eventuais benefícios do regime dos *inducements* DMIF II compensem os seus efeitos negativos, antes pelo contrário. De facto, todos os efeitos benéficos deste regime prender-se-iam, em última análise, com um aumento da proteção dos investidores, aumento esse que, como se viu, não se verifica na prática (pelo menos para uma parte significativa dos investidores). Por outro lado, até mesmo os investidores que tenham a capacidade financeira para pagar o novo custo acrescentado da consultoria para investimento a título independente estarão limitados a recorrer a um grupo restrito de empresas de investimento que se disponibilizem a oferecer este serviço.

Na minha opinião, teria sido preferível, tanto para as empresas de investimento como para os seus clientes, que o legislador tivesse optado por reforçar a proteção dos investidores através de outros expedientes legislativos que não a mera proibição de recebimento de *inducements*.

Nesta medida, importa louvar e realçar a solução adotada no regime segurador pela Diretiva de Distribuição dos Seguros (DDS)¹³⁵ e a posterior Lei da Distribuição dos Seguros¹³⁶. De acordo com o art. 29.º/2 da DDS, um *inducement* será admitido sempre que *i*) não tenha um efeito prejudicial na qualidade do serviço prestado ao cliente e *ii*) não interfira com a obrigação de agir de forma honesta, correta e profissional,

¹³⁵ Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de janeiro de 2016 sobre a distribuição de seguros. Para uma comparação mais pormenorizada entre as diferenças na aplicação do regime dos *inducements* no âmbito da DMIF II e da DDS, ver Elisabete Ramos, Maria, «Distribuição de Seguros, Protecção do Cliente e Arbitragem Regulatória», *Revista CXR*, n.º 36, out./dez. 2018, pp. 71-76.

¹³⁶ Lei n.º 7/2019, de 16 de janeiro.

de acordo com os melhores interesses do cliente¹³⁷. Assim, enquanto a DMIF II impõe a melhoria de qualidade do serviço como um critério indispensável da admissibilidade dos benefícios (*quality enhancement test*), o regime segurador adota a posição diametralmente oposta, proibindo-os apenas quando prejudiquem o serviço que está a ser prestado (*quality decrease test*).

Mesmo não tendo o legislador do direito dos seguros demonstrado a preocupação do seu homólogo financeiro em proteger os interesses dos clientes a todo o custo, o facto do regime da DDS ser marcadamente menos restritivo para os seguradores que o da DMIF II para as empresas de investimento torna o primeiro destes regimes imune a muitos dos problemas que foram apontados a este último ao longo deste capítulo. Neste sentido, nas palavras de Paulo Câmara, «não é insensato preconizar que uma evolução futura do regime dos benefícios no direito financeiro possa passar por uma aproximação do direito dos valores mobiliários ao direito segurador, já que este se revela mais enxuto do ponto de vista legislativo e se encontra a salvo do sobrepeso regulatório atualmente detetado na regulação dos serviços relativos a instrumentos financeiros»¹³⁸.

Refira-se ainda a existência de interessantes propostas alternativas de otimização do regime avançadas pela doutrina europeia, que vão desde a introdução de uma cláusula de responsabilidade civil na própria DMIF II¹³⁹ (o que permitiria não só garantir a harmonização da resposta

¹³⁷ De igual modo, art. 44.º da Lei n.º 7/2019.

¹³⁸ Câmara, Paulo, «Anotação ao Art. 44.º», in Romano Martinez, Pedro, e Albuquerque Matos, Filipe (org.), *Lei da Distribuição de Seguros Anotada*, Almedina, 2019, p. 385.

¹³⁹ O ordenamento jurídico português contém uma cláusula deste tipo no art. 304.º-A do CdVM, que responsabiliza diretamente o intermediário financeiro perante qualquer pessoa pela violação dos seus deveres. No entanto, o que se propõe é uma resposta harmonizadora a nível europeu levada a cabo pelo legislador comunitário, e não uma resposta fragmentada por um Estado-membro que apenas acentua o problema subjacente da falta de harmonização legislativa a nível europeu na questão dos

legislativa à violação das obrigações de conduta por parte dos intermediários financeiros nos diversos ordenamentos jurídicos europeus, como desincentivar o recebimento de *inducements* e manter um *level-playing field* entre as empresas de investimento europeias) até à promoção do alinhamento dos interesses dos trabalhadores das empresas de investimento e os clientes através do estabelecimento de uma componente variável no salário dos primeiros dependente da boa *performance* dos investimentos aconselhados ou efetuados em nome dos clientes¹⁴⁰.

Não tendo sido este o rumo seguido no âmbito da DMIF II, espera-se então que o legislador seja capaz de aprender com os efeitos negativos de algumas das normas mais radicais do novo regime dos *inducements* e possa abordar e resolver estes problemas através de futuras alterações legislativas.

inducements.

¹⁴⁰ Neste sentido, *ver* Papaconstantinou, George A., *supra* nota 11, pp. 380-389; e Busch, Danny, «Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID’s Impact on an Asset Manager’s Civil Liability», *Capital Markets Law Journal* (2012), disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2900842>.

Bibliografia

- BAHAR, Rashid, *Accounting to Clients for Trailer Fees and Inducements – The Decision of the Swiss Supreme Court 4A_127/2012 and 4A_141/2012 of 30 October 2012 and its Regulatory Consequences*, CAPLAW-2012-52;
- BAPTISTA, Lina Aurora Ramada Bettencourt, *Os contratos de intermediação financeira*, FDUP (2003);
- BARRETO MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016;
- BRENNCKE, Martin, «Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II» (agosto, 2017), in Lehmann/Kumpan (eds.), *Financial services law: a commentary*, Beck/Hart/Nomos, 2017, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3014392>;
- BUSCH, Danny, «Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II», in Danny/van Dam, Cees (eds.), *A Bank's Duty to Care*, Oxford: Hart Publishing, 2017;
- BUSCH, Danny, «MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms» (novembro, 2017), *Capital Markets Law Journal*, 2017/3, p. 36, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3063236>;
- BUSCH, Danny, «Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability», *Capital Markets Law Journal* (2012), disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2900842>;
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a ed., Almedina, 2018;
- CARNEIRO DA FRADA, Manuel, «A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros», in Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017;
- CESR, *Inducements under MiFID Recommendations*, CESR/07-228, maio, 2007;
- COMISSÃO EUROPEIA, *Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais*, 2015;

- ELISABETE RAMOS, Maria, «Distribuição de Seguros, Protecção do Cliente e Arbitragem Regulatória», *Revista CXR*, n.º 36, out. / dez., 2018;
- ENGRÁCIA ANTUNES, José, «Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos», *Cadernos MVM*, n.º 56 (2017);
- ENGRÁCIA ANTUNES, José, «Os Contratos de Intermediação Financeira», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. 85 (2009);
- ENRIQUES, Luca, e GARGANTINI, Matteo, «The overarching duty to act in the best interests of the client in MiFID II», in Busch, Danny / Ferrarini, Guido (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 1.ª edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017;
- ESMA, *Consultation Paper MiFID II/MiFIR*, 22 May 2014 | ESMA/2014/549;
- ESMA, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 December 2014, ESMA/2014/1569;
- ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 12 July 2018 | ESMA35-43-349;
- FERREIRA GOMES, José, «Conflito de interesses e benefícios (*inducements*) dos intermediários financeiros perante a DMIF II», in Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017;
- FRADA, Manuel Carneiro da, «Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito *vs.* contratos de gestão de carteiras», in *Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia*, Vol. 3, Coimbra (2010);
- GOMES, Fátima, «Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado», in *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa (2002);
- GORJÃO-HENRIQUES, Miguel, *Direito da União*, 8.ª ed., Almedina, 2017;
- GUERRA MARTINS, Ana Maria, *Manual de Direito da União Europeia*, 2.ª ed., Almedina, 2017;
- HOBZA, Martin, *Independent Investment Advice under MiFID II* (2017), Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper, n.º 2017/II/2, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986876>;
- HORAN, Stephen M., e JOHNSON, D. Bruce, «Can Third-Party Payments Benefit the Principal? The Case of Soft Dollar Brokerage», *International Review of Law and Economics*, 28 (2008), 56-77;

- LEITE BORGES, Sofia, «A consultoria para o investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)», *RDS*, VIII (2016), n.º 2;
- MASCARENHAS, Maria Vaz de, «O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13 (2002);
- MATIAS, Tiago dos Santos, «*Research e Inducements*: o que foi não volta a ser. Breve incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 57 (2017);
- MENEZES CORDEIRO, António, *Direito Bancário*, 6.ª ed., Almedina, 2016;
- MENEZES LEITÃO, Luís, «O Contrato de Gestão de Carteiras», *Cadernos MVM*, n.º 51 – *Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Volume I (2015);
- MOLONEY, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª edição, Oxford University Press;
- MOLONEY, Niamh, «Investor Protection and the Treaty: An Uneasy Relationship», Guido Ferrarini/Klaus Hopt/Eddy Wymeersch (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, 2002;
- MURPHY, Hannah, MORRIS, Stephen, e MOONEY, Attracta, «MiFID II has thrown up several unintended consequences», *Financial Times*, 2019, disponível em: <https://www.ft.com/content/6644989a-02b2-11e9-99df-6183d3002ee1>;
- PAPACONSTANTINO, George A., *Investment Bankers in Conflict: The Regime of Inducements in MiFID II and the Member States' Struggle for Fairness* (dezembro, 2016), disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3299630>;
- PATRÍCIO CARMO, Maria do Mar, «Conflitos de interesse na intermediação financeira – Uma abordagem à luz da DMIF II e tomando como paradigma o Banco como Intermediário Financeiro», LLM (Católica Global School of Law), *Working Paper*, n.º 3/2018, disponível em: <https://governancelab.org/conflitos-de-interesse-na-intermediacao-financeira/>;
- PEREIRA, Maria Miguel Rebelo, *Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas do Regime)*, FDUL (2003);
- PERESTRELO, Ana, «DMIF II e consultoria para investimento: da *compliance* à revisão de modelos de negócio», in Câmara, Paulo (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017;

- PINTO DUARTE, Rui, «Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, (2000);
- ROMANO MARTINEZ, Pedro, e ALBUQUERQUE MATOS, Filipe (orgs.), *Lei da Distribuição de Seguros Anotada*, Almedina, 2019;
- SILVERENTAND, Larissa, SPRECHER, Jasha, e SIMONS, Lisette, *Inducements, in Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, Danny Busch/Guido Ferrarini (eds.), 1.ª edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017;
- VAZ SERRA, Adriano, «Provas: direito probatório material», in *Boletim do Ministério da Justiça*, n.ºs 110-112;
- VENTURA, Raúl, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992;
- VOERMANS, Wim, *Gold-Plating and Double Banking: An Overrated Problem?* (dezembro, 2008). CONTENT AND MEANING OF NATIONAL LAW IN THE CONTEXT OF TRANSNATIONAL LAW, Henk Snijders/Stefan Vogenauer (eds.), Sellier European Law Publishers: Munich, 2009, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1318236>;



CATÓLICA

RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

USBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL CALVÃO TELES

DIREITO
católicaTeses

