

**Universidade Católica Portuguesa**

**Faculdade de Direito de Lisboa**



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

**O Regime dos Recebimentos Ilegítimos (*inducements*) à luz da Segunda  
Diretiva dos Mercados Financeiros**

Mestrado de Direito e Gestão

Abril de 2019

Tomás Martinho Baptista

Orientador: Francisco Mendes Correia

**Palavras chave:** Intermediação Financeira, DMIF, DMIF II, Conflitos de interesse, Recebimentos ilegítimos, inducements,

## **Agradecimentos**

Ao Dr. Francisco Mendes Correia, expresseo o meu agradecimento pela  
confiança e segurança dos seus conselhos.

Aos amigos e, em especial, à Benedita pelo incentivo e presença ao  
longo destes meses.

À família, pais e avós, primordialmente, pelo apoio incondicional e  
exemplo constante.

# Índice

<i>Siglas e Abreviaturas</i> .....	4
<i>Introdução</i> .....	5
<i>1. A Intermediação Financeira</i> .....	8
1.1. O contrato de intermediação financeira .....	10
<i>2. O Conflito de Interesses e a Relação Fiduciária</i> .....	12
<i>3. O Princípio da Proteção dos Legítimos Interesses do Cliente</i> .....	15
<i>4. A gestão de carteiras, a consultoria para investimento e a consultoria genérica</i> .....	18
<i>5. A proibição do recebimento de benefícios ilegítimos (Inducements)</i> .....	21
5.1. O regime do recebimento de benefícios ilegítimos ( <i>inducements</i> ) à luz da DMIF I .....	23
5.2. O regime do recebimento de benefícios ilegítimos ( <i>inducements</i> ) à luz da DMIF II .....	29
<i>6. Consultoria prestada numa base dependente e não dependente</i> .....	32
6.1. O impacto das novas regras relativas a consultoria para investimento na indústria .....	36
<i>7. Os benefícios monetários não significativos</i> .....	38
<i>8. A Transposição da Proibição de benefícios ilegítimos à luz da DMIF II:</i>	
<i>O Art. 313º do CVM</i> .....	40
<i>9. O aprofundamento dos deveres de divulgação e informação à luz da DMIF II</i> .....	43
<i>10. O Research enquanto inducement</i> .....	45
<i>Conclusões</i> .....	49
<i>Bibliografia</i> .....	52

## Siglas e Abreviaturas

art./arts – artigo/artigos

CdMVM – Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

cfr. – confrontar cit./loc. cit./op.

cit. – citação/no local citado/a obra citada

CESR – The Committee of European Securities Regulators

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DD DMIF II – Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de abril de 2016

DMIF – Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004

DMIF I N2 - Diretiva 2006/73/CE da Comissão (“DMIF I N2”), de 10 de agosto de 2006

DMIF II – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014

ed. – Edição/Editor

ESMA – Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

FSA – Financial Services Authority

IF – Intermediário Financeiro

Ibidem – Mesmo autor e obra imediatamente precedente

MiFIR – Markets in Financial Instruments Regulation

Op. Cit. – Obra anteriormente citada

RD DMIF II – Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão de 25 de abril de 2016

UE – União Europeia

Vide – ver

## Introdução

A evolução da regulação do regime do pagamento e recebimento de benefícios, a nível legislativo, apresenta-se como indissociável da crescente importância e singularidade do funcionamento dos mercados financeiros na idade contemporânea. A capacidade de inovação e complexidade dos produtos e mercados financeiros, aliados ao risco sistémico característico das crises no sector financeiro, resultam numa necessidade de balancear a proteção dos investidores e reduzir o risco através da defesa de um funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado.

A nível europeu, a filosofia subjacente à regulação responsável pela resposta a estes desafios nem sempre foi a mesma: a partir da década de 80 do século passado, o direito de valores mobiliários europeu começou a reverter um elevado grau de intervenção legislativa que limitava, condicionava e restringia a iniciativa e desenvolvimento de certas atividades económicas no mercado. Desta forma, os mercados financeiros começaram a abrir espaço para um maior grau de desregulação económica e descentralização regulatória, o que, aliado à globalização e ao elevado grau de endividamento das famílias, levou a uma disseminação de produtos financeiros de alto risco e à procura descontrolada por taxas de rentabilidade mais altas.

Todos estes fatores contribuíram para o enorme impacto causado pela crise financeira de 2007, a qual, à semelhança da Grande Depressão de 1929, veio potenciar uma mudança no paradigma regulatório, resultando numa reversão da liberalização para uma lógica de estabilidade, numa tendência seguida tanto pelo legislador nacional como europeu de aumento do grau de concretização e restrição das normas, culminando num maior grau de profusão normativa.

Na relação fiduciária que se estabelece entre o IF e o seu cliente, o dever de lealdade encontra um papel fundamental que exige um grau de exigência especial no que toca aos deveres de conduta, dado a primazia que o IF pode dar aos seus interesses em relação aos interesses do cliente. O grau de assimetria informativa e a falta de transparência na relação entre intermediário e cliente, particularmente no que respeita à prossecução do interesse de investidores não qualificados, passaram a ser entendidos como obstáculos essenciais ao funcionamento eficiente dos mercados financeiros.

Como veremos, a matéria dos conflitos de interesses apresenta uma forte ligação e um elevado grau de complementaridade com o princípio da prossecução dos legítimos interesses do cliente, devido à necessidade de sobreposição do interesse do cliente, principalmente face à possível desvirtuação decorrente do sistema de remunerações do IF. Por esta razão, dado o carácter inevitável e intrínseco da existência de interesses contrapostos na relação de intermediação financeira, o conflito de interesses tornou-se um dos vetores fulcrais do processo regulatório, tendo sido aprofundado pelos diversos diplomas publicados pelo legislador europeu entre os quais se destacam as duas Diretivas dos Mercados e Instrumentos Financeiros e respetivos atos de execução.

A regulação do regime do pagamento e recebimento de benefícios foi uma das matérias diretamente relacionadas com esta temática que conheceu uma introdução pela DMIF I e posterior aprofundamento pela DMIF II, tendo em conta a relevância que os incentivos pagos ao intermediário por terceiros enquanto contrapartida pelo favorecimento de certos produtos financeiros junto dos clientes, assumiu na ressaca da crise financeira. A relevância desta matéria e a possível desvirtuação do interesse do cliente fez-se sentir quanto aos serviços de gestão de carteiras - nos quais existe uma administração dos instrumentos financeiros por parte do IF - mas também na consultoria para investimento - na qual o aconselhamento personalizado ao cliente pode conduzir a um risco de sobreposição dos interesses do intermediário face aos interesses do cliente.

Contudo, perceberemos que o legislador europeu não adotou uma postura totalmente restritiva quanto à proibição deste tipo de benefícios, permitindo que alguns deles pudessem ser auferidos pelo intermediário mediante o preenchimento de certas condições. Por outro lado, conferiu um aumento dos deveres de informação dos intermediários financeiros perante o investidor relativamente a estes serviços e aos possíveis benefícios envolvidos.

Também quanto à figura da consultoria para investimento, o legislador optou por não consagrar uma total abolição da existência de benefícios, separando a consultoria para investimento em consultoria prestada numa base independente ou dependente, conforme existam benefícios provenientes de terceiros ou não. Estas soluções moderadas, que ponderam os interesses dos próprios intermediários, poderão resultar num efeito nefasto de obstrução ao acesso de pequenos

investidores ao serviço de consultoria, podendo causar, adicionalmente, alterações interessantes a nível dos modelos de gestão dos próprios intermediários financeiros em certos países da UE.

Assim, cabe-nos perceber a lógica, no panorama europeu, que levou a uma opção progressivamente mais restritiva, ainda que não radical, no que respeita à regulação destas matérias, bem como a importância de uma adequada proteção do investidor, principalmente no que respeita à divulgação de informação ao cliente e à adequação do produto financeiro aos interesses deste. Propomo-nos fazer um estudo capaz de compreender a dinâmica da relação de intermediação financeira e a preponderância que os conflitos de interesses assumem na mesma, nomeadamente ao nível da estrutura de remunerações. Neste pressuposto, compreenderemos como esta matéria está ligada a uma opção do legislador europeu em regular o regime do recebimento de benefícios ilegítimos numa lógica de maior proteção dos interesses dos investidores e redução do risco sistémico nos mercados financeiros.

## 1. A Intermediação Financeira

Por forma a perceber a estrutura conceptual dos benefícios ilegítimos (*inducements*), bem como a razão da necessidade da sua regulação, é fundamental começar por compreender quais os pressupostos de funcionamento do mercado de valores mobiliários e a importância da intermediação financeira enquanto catalisador da eficiência económica e do encontro de vontades dos diversos agentes económicos.

Dentro do mercado de capitais, a atividade de intermediação financeira assume-se como sendo o instrumento primordial para a reunião da oferta e procura, com o intuito de assegurar que o seu funcionamento seja célere, eficaz e que transpareça, para os seus agentes, um sentimento de confiança<sup>1</sup>.

A partir do contrato de intermediação financeira, o IF habilitado para o efeito faz a ligação entre aqueles que procuram investir e aqueles que procuram capital, prosseguindo os interesses do cliente e diminuindo a assimetria informativa e custos de informação e transação existentes. Por via desta mecânica, o IF assume-se como um agente fundamental de impulso da eficiência de alocação de capital, e, conseqüentemente, de desenvolvimento financeiro e crescimento económico.

No entanto, ao longo das últimas décadas, tem-se verificado um crescimento explosivo dos mercados financeiros, tanto ao nível de entidades e capital envolvidos, como à natureza dos serviços prestados. Esta evolução galopante contribuiu para que os mercados financeiros se tornassem, progressivamente, mais inovadores e, simultaneamente, mais herméticos, com naturais reflexos ao nível do risco de investimento.

A importância desta constante inovação e complexidade, não só de um ponto de vista da relação entre cliente e intermediário, mas também do ponto de vista do risco sistémico e da complexidade dos produtos e dos mercados financeiros, nos dias de hoje, confere uma especial relevância ao papel do intermediário e exige uma especial atenção no que respeita à atividade de regulação.

A primeira razão pela qual a regulação é necessária prende-se com as externalidades da atividade de intermediação que provocam riscos de liquidez e solvência decorrentes de atividades de

---

<sup>1</sup> JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Contratos de Intermediação Financeira* in Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. LXXXV”, (2007), p. 280.

negociação em larga escala e de outras atividades relacionadas - o que pode levar a um aumento do risco sistémico. Em alturas de elevado frenesim e especulação económica, como a que caracterizou o período antecedente à crise financeira de 2007, é inevitável que os incentivos para a tomada de decisões menos arriscadas sejam baixos e que a supervisão pelas entidades competentes se torne mais permissiva.

A segunda razão são os custos de agência associados à própria assimetria informativa que existe entre os interesses do cliente e do IF, e que resultam num potencial risco de desvirtuação da prossecução do interesse do cliente<sup>2</sup>. Por esta razão, a estrutura de incentivos do intermediário é determinante no que toca ao desalinhamento dos interesses do cliente e do intermediário e, conseqüentemente, aos custos de agência envolvidos. Quanto maior for o grau de assimetria informativa entre o intermediário e o cliente e quanto maior for a falta de controlo e fiscalização do cliente em relação à atuação daquele, maior será a probabilidade de o intermediário sobrepor os seus interesses aos interesses do cliente<sup>3</sup>.

Assim, a regulação, em ambos os casos, tem em vista a colmatação de falhas de mercado. No caso dos custos de agência, a necessidade de regulação está associada à relevância que a possibilidade de conflitos de interesses assume na relação entre intermediário e cliente, dado o carácter da própria normalidade com que ocorre. Para este caso, a resposta a nível regulatório tem passado por (i) normas que impõem condições de autorização para o acesso à atividade, restringindo o acesso de certas entidades que possam ser incompetentes ou fraudulentas; (ii) normas de conduta, nomeadamente a nível de divulgação de informação, tratamento equitativo e qualidade mínima de aconselhamento; e (iii) normas de regulação operacional, que incluem a regulação de conflitos de interesses ou controlos internos<sup>4</sup>.

Já no que respeita à matéria das externalidades, as normas assumem, habitualmente, um carácter prudencial, abordando, particularmente, questões relacionadas com a solvência dos intermediários

---

<sup>2</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflito de Interesses E Benefícios (Inducements) Dos Intermediários Financeiros Perante a DMIF II*, in *O Novo Direito Dos Valores Mobiliários - I Congresso Sobre Valores Mobiliários E Mercados Financeiros*, Almedina (2016), p. 228.

<sup>3</sup> Vide SOFIA LEITE BORGES, *Os conflitos de interesses na intermediação financeira* in AA.VV., *Conflitos de interesses no direito societário e financeiro*, Almedina (2010), pp. 315-426.

<sup>4</sup> NIAHM MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford European Union Law Library, Third Edition, (2014), p. 321.

e a estabilidade financeira, por forma a controlar o grau de risco sistémico e o nível de risco que os intermediários têm propensão para assumir nestas operações<sup>5</sup>.

### **1.1. O contrato de intermediação financeira**

O contrato de intermediação financeira é um negócio jurídico bilateral pelo qual o IF se obriga à prestação de um serviço de intermediação financeira para com um seu cliente<sup>6</sup>.

É a partir deste contrato que o investidor confere poderes ao IF – no qual o legislador confia o exclusivo exercício, a título profissional, de atividades de intermediação financeira<sup>7</sup> - para celebrar, por sua conta, negócios destinados à aquisição ou alienação de instrumentos financeiros (art. 289º, nº2 do CVM).

Os serviços e atividades de investimento, bem como os serviços auxiliares, previstos nos arts. 290º e 291º do CVM, abrangem atos jurídicos alheios, ou seja, atos jurídicos que os intermediários financeiros realizem ou aconselhem e que se reportem a interesses que não são os de quem os aconselha ou pratica, projetando-se, mediante efeitos diretos ou indiretos, na esfera jurídica do titular dos interesses em causa - neste caso, o investidor<sup>8</sup>.

Mediante autorização que habilite o exercício de atividades de intermediação financeira, o art. 293º do CVM explicita quais as entidades que são consideradas, para efeitos legais, intermediários financeiros, sendo elas: (i) as instituições de crédito e as empresas de investimento; (ii) as entidades gestoras de instituições de investimento coletivo; (iii) as instituições com funções correspondentes a estas entidades; e (iv) as sociedades de investimentos mobiliário e imobiliário autogeridas. Por sua vez, no nº 2 do mesmo artigo, o legislador tipifica quais os tipos de empresas que preenchem o conceito de “empresas de investimento”. Para o estudo das matérias que nos propomos abordar, reconhecemos as entidades bancárias como os intermediários financeiros com maior relevância. Tal deve-se principalmente ao facto de, em Portugal, estas assumirem o papel de instituição de

---

<sup>5</sup> Cfr. NIAHM MOLONEY, *op. cit.*, p. 322.

<sup>6</sup> FÁTIMA GOMES, *Contratos de Intermediação Financeira* In Estudos Em Homenagem Ao Professor Mário Júlio de Almeida E Costa, UCP Editora, (2002), cit. p. 569.

<sup>7</sup> Vide PAULO CÂMARA, *Manual de Direito Dos Valores Mobiliários*, Almedina, (2016), p.361.

<sup>8</sup> FERNANDO PESSOA JORGE, *O Mandato Sem Representação*, Almedina, (2001), p. 231.

crédito por excelência, através não só da prestação de serviços bancários, como de investimento e seguros.

Por sua vez, nos arts. 294º e. 294.º-A, do CVM, relativos à matéria de consultoria para investimento, os consultores autônomos e os agentes vinculados dos intermediários financeiros do art. 293º do CVM, estão aptos a prestar serviços de consultoria para o investimento, mediante a habilitação, autorização pela autoridade competente para o efeito e registo prévio na CMVM (art. 295º do CVM).

Por razões ligadas a um grau de conhecimento menor e a uma possibilidade à partida inferior de suportar as perdas decorrentes das decisões de investimento, a lei confere um maior grau de proteção aos interesses dos investidores não institucionais, aplicando um conjunto mais restritivo de normas (art. 30, nº1 do CVM *a contrario*).

## 2. O Conflito de Interesses e a Relação Fiduciária

O conflito de interesses<sup>9</sup>, associado principalmente aos custos de agência, corresponde a um conceito extrajurídico que pressupõe a existência de dois cursos de ação possíveis que, de forma mais ou menos intensa, puxam em direções diferentes ou opostas<sup>10</sup>.

De um ponto de vista jurídico, para que se considere que estamos perante uma situação de conflitos de interesse, é necessário que se reúnam duas condições: (i) um agente deve estar incumbido de proteger os interesses de outra pessoa – patrimoniais ou não; (i) e a estratégia adotada para esta proteção não deve maximizar o benefício para o cliente devido a um incentivo que o intermediário tenha para atuar de forma oportunista<sup>11</sup>.

Assim, o conflito de interesses ganha relevância jurídica quando se torna necessário regular os comportamentos de um ou mais agentes perante esta situação fáctica, ou seja, quando um dos interesses é considerado mais valioso que o outro.

Os conflitos de interesse acabam por ser uma dimensão fundamental do princípio da proteção dos interesses do cliente, substancializando-se na ideia de que o IF deve fazer prevalecer os interesses dos clientes sobre os seus interesses próprios, dos seus órgãos sociais ou trabalhadores<sup>12</sup>. A confiança que um agente deposita noutro para prosseguir os seus interesses, cria, neste último, um forte dever de lealdade que constitui a base de uma relação fiduciária, como é a de intermediação financeira. Entre as causas que levam ao conflito de interesses, mais em concreto na intermediação financeira, ganham destaque razões ligadas à estrutura dos contratos e à própria polifuncionalidade dos prestadores de serviços na área mobiliária.

A *lealdade* deve ser compreendida como o respeito pela integridade da composição de interesses normativamente imposta, assentando ela própria numa especial relação de confiança estabelecida entre os agentes<sup>13</sup>. Em termos conceptuais, destacam-se dois elementos que constituem a lealdade:

---

<sup>9</sup> O interesse pode ser conceptualizado de um ponto de vista subjetivo, remetendo para a expressão de ligação entre o sujeito que pretende realizar determinado fim e o meio/realidade idóneo a satisfazê-lo; ou objetivo, equacionando-o enquanto aptidão abstrata que certos bens têm para a satisfação de determinadas necessidades.

<sup>10</sup> SOFIA LEITE BORGES, *A Regulação Geral do Conflito de Interesses na DMIF*, CdMVM, 27, (2007), cit. p. 70.

<sup>11</sup> STEFAN GRUNDMANN e PHILIPP HACKER, *Conflicts of Interest in Regulation of the EU Financial Markets: DMIF II and MiFIR*, OUP Oxford, (2017), p. 166.

<sup>12</sup> JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS, *Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o Mercado*, CdVM, 7, (2000), p. 338.

<sup>13</sup> A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, (2016), p. 289.

(i) a previsibilidade da conduta, que decorre da possibilidade de o interessado poder, subjetivamente, prognosticar a atuação futura de uma outra pessoa; e (ii) a correção da conduta na qual o agente confia<sup>14</sup>.

Desta forma, e seguindo CARNEIRO DA FRADA, o dever de lealdade é tão central na relação em que um sujeito assume a obrigação de prosseguir os interesses de outrem que não pode ser meramente reconduzido a um dever acessório decorrente do princípio da boa-fé<sup>15</sup>. Porém, é importante compreender que este dever não deve ser visto como um elemento estanque - a intensidade do mesmo varia quanto maior for o potencial de danos que a atuação do IF cause ao cliente.

Em suma, a complexidade da relação entre IF e cliente leva, tradicionalmente, a um confronto entre dois tipos de interesses destes sujeitos. Quanto ao interesse do cliente, podemos afirmar que este se baseia em obter o máximo de rentabilidade com o menor risco possível. Do outro lado, temos os interesses próprios dos intermediários financeiros, que pretendem obter o máximo de remuneração através da prestação do maior número de serviços de investimento e auxiliares. Isto faz com que a atuação possa não ser no melhor interesse dos clientes<sup>16</sup>, particularmente no que respeita à atuação por conta própria e à emissão de valores mobiliários<sup>17</sup>.

Ressalve-se ainda que o interesse do cliente não deve ser visto de forma abstrata, cabendo ao IF perceber qual é o interesse de cada investidor em concreto e procurar conformar a sua atuação ao interesse particular do cliente. O dever de categorização dos clientes surge perante esta necessidade, pressupondo que o seu cumprimento passa pelo estabelecimento, por escrito, de uma política interna de práticas e procedimentos organizacionais, bem como a recolha de informação

---

<sup>14</sup> *Ibidem*, p. 406.

<sup>15</sup> O dever de lealdade pode ser concretizado em deveres de lealdade positivos ou negativos. Apesar de habitualmente serem descurados, os deveres de lealdade positivos traduzem-se na obrigação de atuar sempre no interesse do beneficiário da relação. Por outro lado, os deveres de lealdade negativos orientam-se por dois princípios estruturantes: a *no conflict rule* e a *no profit rule*. A *no conflict rule* veda, aos fiduciários, todo o tipo de atuação da qual possa originar um conflito entre os interesses do beneficiário e os seus interesses pessoais. A *no profit rule* impede a obtenção de lucros através da posição ocupada, salvo se previstos ou devidamente autorizados, *vide* A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Almedina, (2015), p. 309.

<sup>16</sup> LEITE BORGES, *A regulação geral dos conflitos de interesse...*, p. 72.

<sup>17</sup> O mencionado grau de assimetria informativa entre cliente e IF, aliado à dimensão e grau de discricionariedade da atuação deste último nas diversas operações que conduz, tornam a proliferação de atuações abusivas bastante prováveis.

adequada para proporcionar ao intermediário o conhecimento suficiente que permita aplicar esta categorização (art. 317, nº1 do CVM)<sup>18</sup>.

Dado que o IF prossegue diversos interesses ao prestar serviços aos clientes investidores, mas também às entidades que emitem os produtos financeiros, existem diversos cenários de conflitos de interesses que podem ocorrer entre clientes investidores, entre um cliente investidor e uma entidade emitente e entre entidades emitentes clientes do mesmo intermediário.

O caso do recebimento de benefícios de uma entidade emitente com vista à promoção de produtos financeiros junto dos seus clientes, parece-nos que configura um conflito de interesses com dimensão extrínseca, derivado da pluralidade de funções exercidas pelo IF. Adicionalmente, visto que relaciona interesses do intermediário e cliente, trata-se de um conflito pessoal em que os interesses do cliente e do intermediário são contrapostos e não concorrentes<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Seguindo PAULO CÂMARA, este dever assume uma natureza instrumental face aos demais deveres de conduta do intermediário, assumindo graduações sensíveis em função do cliente em questão e obrigando a um conhecimento do cliente em termos tais que o tornam um complemento do dever de adequação, *op. cit.*, p. 370

<sup>19</sup> Os interesses concorrentes configuram uma modalidade em que o intermediário pretende obter o mesmo bem ou tipo de bens que o cliente, sendo exemplo desta modalidade as situações de agregação de ordens de um cliente com ordens para a carteira própria do intermediário e de antecipação na negociação para benefício do próprio intermediário.

### 3. O Princípio da Proteção dos Legítimos Interesses do Cliente

O princípio da proteção dos legítimos interesses do cliente<sup>20</sup> apresenta uma forte ligação com o dever de sobreposição e prossecução do melhor interesse do cliente, assim como o dever de evitar uma gestão passiva, obrigando o intermediário a tomar iniciativa caso sejam detetadas eventuais lesões ao interesse do cliente a partir da execução de uma determinada ordem. Na prática, este princípio obriga a uma atuação ativa e dinâmica por parte do intermediário, exigindo uma prestação que não seja meramente cega e acrítica de uma ordem e a atenção a potenciais alterações de circunstâncias.

Como veremos, isto traduz-se numa delineação da melhor estratégia de investimento tendo em conta diversos fatores, tal como a melhor altura para investir e o preço apropriado para comprar e vender o instrumento financeiro. Esta estratégia pode ser aconselhada no âmbito de um contrato de consultoria ou adotada mais diretamente pelo intermediário no âmbito de um contrato de gestão de carteiras.

O princípio atua enquanto dever geral e corolário do dever de lealdade das regras de conduta aplicáveis à provisão de serviços de investimento, entre elas, as regras relativas aos benefícios, quer os serviços sejam prestados a investidores qualificados ou não qualificados. Por esta razão, o princípio acaba por se ligar a normas que obrigam a uma atuação alicerçada no princípio geral da boa-fé, executada de acordo com elevados padrões de diligência e competência, bem como normas que obrigam a uma intervenção ativa do intermediário, nomeadamente, permitindo-lhe a revogação ou modificação da ordem ou instrução (art. 329º do CVM), a recusa da execução da mesma e a execução no momento mais adequado (art. 326º do CVM)<sup>21</sup>.

Contudo, é importante referir que, ao abrigo da DMIF I, estas normas não se aplicavam a contrapartes elegíveis<sup>22</sup> (art. 24º, nº1 da DMIF I), o que se devia ao facto de, no entendimento do legislador europeu, estas entidades não necessitarem de uma proteção legal tão forte, encontrando-se numa posição suficientemente robusta para negociar um padrão de proteção contratual comparável. Esta lógica mudou durante a preparação da DMIF II, com um alargamento deste

---

<sup>20</sup> Este dever foi alvo de um aprofundamento e reforço com a DMIF II, mediante a introdução de novas regras específicas e um alargamento do âmbito da sua aplicação.

<sup>21</sup> JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS, *Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado* in *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliários* 7, n.º 1, (1999), p. 334.

<sup>22</sup> As contrapartes elegíveis do IF constam do art. 317º-D do CVM.

princípio às relações do intermediário com quaisquer clientes<sup>23</sup>, e conseqüentemente, a uma abrangência do princípio às relações com contrapartes elegíveis, tal como previsto no art. 30, nº1 da DMIF II<sup>24</sup>.

Entre os deveres que decorrem deste princípio, ganha destaque o dever de adequação (*suitability rule*), constante do art. 304º, nº3 do CVM, segundo o qual o IF deve determinar o melhor serviço ou tipo específico de produto de acordo com os interesses do cliente, pressupondo que aquele se informe quanto aos conhecimentos e experiência do cliente (*know your client*) e quanto às características do próprio instrumento financeiro envolvido (*know your security*)<sup>25</sup>.

Importa realçar que o art. 314º-A do CVM agrava ainda mais este dever no caso de o intermediário prestar serviços de gestão de carteiras ou consultoria para investimento, prevendo mais elementos que o intermediário deve obter no âmbito do dever de recolha de informação, o que se deve ao facto de, nestes tipos de contratos, a natureza fiduciária da relação ser mais intensa<sup>26</sup>.

Consagrado no art. 24º da DMIF II e, posteriormente, no art. 304º, nº1 do CVM, este princípio assume um papel fundamental, desde logo devido ao seu carácter geral que lhe permite um preenchimento de lacunas deixadas por regras mais específicas, complementado, favorecendo interpretações que ofereçam uma maior protecção do cliente, e, noutro patamar, influenciando a criação de regras legais pelos órgãos legislativos competentes<sup>27</sup>.

Por esta razão, o princípio da protecção dos legítimos interesses do cliente deve ser articulado com outros princípios e deveres decorrentes de relações contratuais ou pré-contratuais com clientes – dever de categorização do cliente, sigilo profissional e deveres de informação – e de deveres decorrentes de relações com qualquer um dos intervenientes no mercado – boa fé, diligência, lealdade e transparência.

---

<sup>23</sup> Considerando 86 da DMIF II.

<sup>24</sup> DANNY BUSCH, *DMIF II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms* in *Capital Markets Law Journal* 2017/3, p. 351.

<sup>25</sup> Como PAULO CÂMARA faz notar, este regime foi alvo de desenvolvimentos importantes dado que a sua aplicação passou a ir para além do elenco de instrumentos financeiros constantes do catálogo da DMIF e DMIF II, nomeadamente com um cumprimento alargado a depósitos estruturados, *op. cit.*, p. 422.

<sup>26</sup> *Ibidem*, p. 415.

<sup>27</sup> LUCA ENRIQUES e MATTEO GARGANTINI, “The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in DMIF II” in *Regulation of the EU Financial Markets: DMIF II and MiFIR*, OUP Oxford, (2017), p. 92.

Da possível relação dinâmica que estabelece com outros princípios e deveres, ganha destaque a complementaridade com normas relativas aos conflitos de interesses e *inducements*, bem como normas de adequação aos interesses do cliente. Existem determinadas situações em que mais do que um produto se pode adequar ao cliente e em que o cumprimento de regras processuais relacionadas com conflitos de interesses pode não ser suficiente para a escolha do melhor produto.

Desta forma, o princípio torna-se fundamental como garantia funcional de que, em conjunto com outras regras de conduta específicas, e mesmo caso estas normas não consigam abranger uma determinada realidade, a seleção do produto constitua a escolha mais apropriada para o cliente.

#### 4. A gestão de carteiras, a consultoria para investimento e a consultoria genérica

Dentro do conjunto de serviços de investimento, assumem especial relevância, em relação ao tema que estamos a abordar, os contratos de gestão de carteiras e o contrato de consultoria, pelo que faremos um breve enquadramento destes dois tipos de contrato.

O contrato de gestão de carteiras constitui um contrato celebrado entre o IF e o investidor, nos termos do qual aquele se obriga, por conta e no interesse deste, a administrar um conjunto de instrumentos financeiros, em ordem a obter a maior rentabilização possível, adquirindo, em contrapartida, o direito a uma retribuição<sup>28</sup>. Contudo, isto não implica um efeito translativo dos instrumentos financeiros, pois continua a existir uma titularidade direta ou fiduciária sobre os mesmos<sup>29</sup>. Isto significa que o contrato assume uma componente ativa, por parte do IF, mediante a administração e valorização da carteira, em nome e por conta do investidor.

Por outro lado, estamos perante um contrato-quadro no qual se constitui um dever de o intermediário praticar todos os atos tendentes à valorização da carteira e ao exercício dos direitos inerentes aos instrumentos financeiros que integram a carteira (art. 335º, nº1 do CVM), bem como uma relação de clientela que torna vinculativas as ordens do intermediário. Isto cria um elo intenso que leva a que o intermediário responda pela entrega dos valores mobiliários adquiridos e pelo preço dos bens alienados (art. 334º, nº1, alínea a) do CVM), pela autenticidade, validade e regularidade dos valores mobiliários (art. 334º, nº1, alínea b) do CVM), e pela inexistência de quaisquer vícios ou situações jurídicas que onerem os valores mobiliários adquiridos (art. 334º, nº1, alínea c) do CVM).

Assim, e como já vimos a propósito do princípio da prossecução do melhor interesse do cliente, o contrato de gestão de carteiras assume uma vertente ativa e dinâmica relativamente aos interesses do cliente, sendo a administração e gestão de carteira as principais funções do intermediário resultantes deste tipo de contrato.

---

<sup>28</sup> Cfr. LUÍS MENEZES LEITÃO, *O Contrato de Gestão de Carteiras*, CdMVM, 51 (2015), p. 109-135. Adotamos a posição de que o contrato de gestão de carteiras é um contrato-quadro que institui uma relação de clientela entre o intermediário e o seu cliente, assumindo a natureza de um mandato, habitualmente sem representação, nominado e típico, *idem*, p. 121.

<sup>29</sup> Vide MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Crise mundial e alteração das circunstâncias*, ROA III- IV, (2009), pp. 658-670.

Introduzido como serviço de investimento principal após a DMIF I, a consultoria para investimento corresponde a um contrato que implica a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente efetivo ou potencial, quer a pedido deste, quer por iniciativa do consultor, relativamente a operações respeitantes a instrumentos financeiros específicos (art. 294º, nº1 do CVM).

Ora, desta norma podemos retirar que esta atividade constitui (i) uma recomendação, ou seja, uma opinião que constitua uma indicação de investimento e não uma mera informação prestada pelo consultor ao cliente (ii) individualizada, isto é, destinada a um cliente e baseada nas características desse cliente; (iii) respeitante a instrumentos financeiros concretos; (iv) e apresentada como adequada, face ao concreto perfil do cliente da operação.

Este aconselhamento que constitui uma situação de intermediação financeira pelo preenchimento do carácter agregador de oferta e procura no mercado de valores mobiliários e instrumentos financeiros<sup>30</sup>, pode ser dado tanto quanto ao objeto de investimento, quer quanto às próprias regras e mecanismos de funcionamento dos mercados financeiros.

A consultoria para investimento distingue-se da comercialização de um produto financeiro pois envolve uma opinião do consultor adaptada às circunstâncias especiais do cliente sobre a decisão de investimento mais adequada (*suitability*), e não meramente uma informação sem juízo de valor relativa a um instrumento financeiro (*appropriateness*). Porém, este tipo de contrato não assume a componente dinâmica, presente na administração de instrumentos financeiros, de que é exemplo o contrato de gestão de carteiras.

Por último, a consultoria para investimento distingue-se dos serviços de consultoria genérica, que por sua vez se consubstanciam na emissão de recomendações de investimento, análise financeira ou *research* (art. 291º, alínea c) do CVM), visto que estes últimos “não implicam qualquer ponderação concreta da situação do cliente ou uma referência específica aos instrumentos financeiros a recomendar”<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Vide LEITE BORGES, *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)*, in *Revista de Direito Das Sociedades*, 2, Almedina, (2016), pp. 279–306.

<sup>31</sup> PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 452.

Face ao exposto, a consultoria para investimento implica uma maior intensidade dos deveres de conduta relativamente à consultoria genérica. Assim, enquanto na consultoria genérica apenas se aplicam os deveres de lealdade e de prestação de informação clara e objetiva, à consultoria para investimento são aplicados particulares deveres de cuidado e lealdade, dando origem a uma maior intensidade dos deveres de adequação.

Esta graduação dos deveres de adequação é muito relevante não só numa perspetiva jurídica, como prática: devido à necessidade de cumprimento deste dever por parte do IF, é a ele que pertence a responsabilidade de avaliar a adequação das recomendações prestadas, o que significa que nem a responsabilidade nem o processo dessa avaliação são transferíveis para o cliente.

Sendo a inadequação destas recomendações imputável aos intermediários e, tendo em conta a ligação entre os conhecimentos específicos detidos por uma pessoa e o aconselhamento dado ao cliente, coloca-se a questão de perceber até que ponto a possibilidade de identificação da pessoa singular que presta a informação pode levar à responsabilização desta pela indevida prestação do conselho<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.*, p. 597.

## 5. A proibição do recebimento de benefícios ilegítimos (*Inducements*)

Um dos vetores fundamentais da relevância dos conflitos de interesses decorre da remuneração do prestador de serviços de investimento, mais concretamente em matéria de benefícios ilegítimos (*inducements*) que podem colocar em causa a prossecução do interesse do investidor, tradicionalmente associados à consultoria para investimento ou à gestão de carteiras.

Tal como já foi mencionado, as regras relativas aos benefícios ilegítimos foram primeiramente introduzidas com a DMIF I e posteriormente aprofundadas pelos atos de execução e pela DMIF II, fazendo parte de um conjunto de regras decorrentes do princípio da prossecução do melhor interesse do cliente<sup>33</sup>. Estes benefícios devem ser entendidos como os incentivos auferidos pelos intermediários financeiros enquanto contrapartida pela promoção de produtos específicos ou fluxos de negócios<sup>34</sup>.

A sua relação com a matéria de conflitos de interesses prende-se com o facto de os benefícios constituírem incentivos para que os intermediários financeiros favoreçam produtos ou investimentos que não são necessariamente os melhores para os seus clientes ou que não promovam a qualidade dos serviços prestados aos clientes, condicionando, indevidamente, o circuito de distribuição de instrumentos financeiros. Desta forma, não só os interesses dos investidores poderão ser prejudicados como a própria eficiência do mercado poderá ser colocada em causa.

Estes benefícios auferidos pelas empresas de investimento, tanto podem constituir pagamentos, como benefícios não monetários. Nestes, podemos enquadrar, por exemplo, “prendas” ou viagens, ou seja, quaisquer incentivos que possa motivar o agente a não prosseguir, primordialmente, os interesses do cliente.

Na senda de Paulo Câmara, separamos estes benefícios em três categorias: “(i) as remunerações pagas ao próprio prestador de serviço ou a um terceiro em seu nome pelo serviço prestado; (ii) as remunerações que possibilitem ou sejam necessárias para a prestação do serviço; e (iii) as remunerações pagas ou proporcionadas a um terceiro”<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. LARISSA SILVERRENTAND, JASHA SPENCER e LISETTE SIMONS, *Inducements*, in Regulation of the EU Financial Markets DMIF II and MiFIR, OUP Oxford, (2017), pp. 205-225.

<sup>34</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 241.

<sup>35</sup> PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 406.

A primeira e a segunda categoria contemplam situações em que não existe, à partida, possibilidade de os benefícios em causa poderem ser qualificados como ilegítimos, dado que visam a remuneração do serviço e de prestações acessórias ao mesmo. Nestas remunerações (*direct fees* e *proper fees*) podem ser enquadradas, a título de exemplo, os custos de custódias, as comissões de compensação e liquidação, taxas obrigatórias ou despesas de contencioso.

Na terceira categoria, surgem os casos que efetivamente poderão constituir benefícios ilegítimos, e que levaram ao surgimento de um regime restritivo com o aparecimento da DMIF I, a partir de uma *proibição relativa* de prestar ou aceitar qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário relativamente a um serviço de investimento ou auxiliar ao cliente (art. 26º, DMIF I N2).

No entanto, esta matéria tem um âmbito de aplicação amplo, não devendo ser enquadrada apenas como uma regra sobre conflitos de interesses - daí o seu primeiro enquadramento ter sido feito enquanto corolário da atuação honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes (Art. 19º, DMIF I).

Com esta medida, o legislador europeu visava atingir principalmente as *kick-back commissions* e comissões de *softing* e *bundling*, predominantes em serviços de corretagem<sup>36</sup>. As primeiras consistem em comissões que revertem a favor do intermediário que executa uma ordem de compra por conta de outrem, e as segundas referem-se a comissões resultantes da agregação de outros serviços aos serviços de corretagem. Assumem também relevância as *trailing fees* que correspondem a comissões que remuneram a permanência de relações de serviços de investimentos.

O aparecimento de normas que passaram a regular este tipo de benefícios deveu-se ao facto de a distribuição de produtos financeiros se encontrar estruturada de forma a que o intermediário não cobrasse diretamente ao cliente por um conselho, mas acabasse por ser pago indiretamente por comissões e outro tipo de benefícios provenientes de terceiros com vista à comercialização dos seus produtos. Ora, pela própria natureza da relação, a estrutura de *fees*, em vez da adequação do produto financeiro ao cliente, predominava enquanto fator orientador de comercialização e promoção de instrumentos financeiros aos clientes<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> NUNO CASAL, *Notas sobre os benefícios ilegítimos – Inducements*, CdMVM, 27:1, (2007), p. 90.

<sup>37</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*, (2010), p. 43.

Ao longo da exposição, compreenderemos que um vetor fundamental no caminho legislativo traçado a nível europeu é a transparência, ou seja, a divulgação das condições em que o intermediário comercializa um produto junto do cliente. Esta dimensão é importante não só pelos possíveis conflitos de interesse - intrínsecos à comercialização destes produtos - mas também devido ao grau de desconhecimento que grande parte dos clientes têm em relação ao mecanismo de incentivos do intermediário a nível estrutural. Tal como estudos apontam<sup>38</sup>, há muitos investidores que desconhecem o próprio conflito de interesses, ou não lhes atribuem relevância e, por esta razão, não equacionam a simples possibilidade de o conselho não ser o mais adequado aos seus interesses.

A proibição relacionada com a matéria de incentivos aplica-se à aceitação ou retenção de benefícios, o que significa que a empresa de investimento poderá receber benefícios desde que estes sejam integralmente devolvidos ao cliente<sup>39</sup>, logo que seja possível após a sua receção pela empresa de investimento. Todavia, o legislador opta por não impor um prazo específico visto que a empresa pode receber pagamentos de terceiros em vários momentos e de clientes uma só vez<sup>40</sup>.

Portanto, cabe perceber que tipo de benefícios se encontram sujeitos a um regime restritivo e quais podem ser considerados admitidos. Por esta razão, faremos uma análise da evolução desta matéria desde o seu aparecimento com a DMIF I até à recente transposição da DMIF II para o ordenamento jurídico português.

### **5.1. O regime do recebimento de benefícios ilegítimos (*inducements*) à luz da DMIF I**

A Primeira Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, posteriormente completada por atos de execução da Comissão Europeia<sup>41</sup>, assumia como objetivo a melhoria da competitividade dos mercados financeiros europeus através da criação de um mercado único de serviços e

---

<sup>38</sup> Um questionário feito pela FSA em 2008 chega à conclusão que o grau de confiança própria na tomada de decisões financeiras e confiança no IF são dois elementos preponderantes.

<sup>39</sup> Considerando 75 da DMIF II.

<sup>40</sup> Considerando 24 da DMIF II.

<sup>41</sup> A DMIF I recebeu concretização, de acordo com o método Lamfalussy, por dois atos de nível 2: a Diretriz 2006/73/CE da Comissão (“DMIF I N2”), de 10 de agosto de 2006 e o Regulamento (CE) nº 1287/2006 da Comissão de 10 de agosto de 2006.

atividades de investimento, assegurando um elevado nível de proteção harmonizada para os investidores em instrumentos financeiros<sup>42</sup>.

Consagrando uma viragem para um modelo de regulação baseado em princípios<sup>43</sup>, esta Diretiva veio produzir importantes alterações em matéria de conflito de interesses, primeiro com normas nucleares consagradas nos art. 13º, nº3 e art. 18º da DMIF I e, posteriormente, com normas constantes de atos de execução em relação a matérias específicas, onde se enquadram os incentivos ou benefícios ilegítimos (art. 26º DMIF I N2) e estudos de investimento (arts. 24º e 25º DMIF I N2).

Com o intuito de garantir uma atuação honesta, equitativa e profissional em função dos interesses dos clientes, a DMIF I tinha como escopo uma abordagem integrada da gestão de conflitos pelos intermediários financeiros, com uma avaliação periódica das linhas de atividade, de forma a que as suas políticas refletissem, a todo o tempo, a totalidade das suas atividades e dos conflitos que das mesmas pudessem emergir<sup>44</sup>.

As normas que vieram estabelecer a proibição relativa de uma empresa de investimento aceitar pagamentos ou recebimentos, pecuniários ou não pecuniários, pretendiam alcançar a atenuação dos conflitos de interesses (art. 26º, alínea b), DMIF I N2) que, a existirem, poderiam levar a uma distorção no dever de o intermediário atuar em função dos interesses do cliente, privilegiando o seu próprio interesse em receber pagamentos e outros benefícios<sup>45 46</sup>.

Importa realçar a opção do legislador europeu – posteriormente transposta pelo legislador nacional – por não consagrar uma lista tipificada dos que deveriam ser classificados como benefícios ilegítimos, dando primor a uma apreciação baseada em princípios que permitisse identificar

---

<sup>42</sup> Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

<sup>43</sup> Para maior aprofundamento *vide* PAULO CÂMARA, *A Regulação baseada em Princípio e a DMIF*, CdMVM, 27, 2007, pp. 57-62.

<sup>44</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 234

<sup>45</sup> Considerandos 39 e 40 da DMIF I N2.

<sup>46</sup> Por outro lado, não devemos esquecer que o aparecimento da proibição de recebimento destes benefícios ilegítimos deve ser conjugado de forma dinâmica com outras normas da DMIF I e dos atos de execução de Nível 2. Ganham destaque as normas relativas aos controlos procedimentais de conflitos de interesses, nomeadamente no que respeita à identificação e prestação de informação dos conflitos de interesse (art. 21º, DMIF I N2) e estabelecimento de políticas eficazes sobre estes (art. 22º, DMIF I N2); bem como normas que estabelecem requisitos em matéria de organização com o objetivo de minimizar/evitar conflitos de interesses suscetíveis de prejudicar os interesses dos clientes (art. 13º, nº3, DMIF I e art. 25º, DMIF I, N2).

determinadas situações nas quais existiria um conflito de interesses e uma eventual desvirtuação da prossecução do interesse do cliente. Esta proibição, ainda que ampla em termos de objeto, apenas se estende aos benefícios oferecidos a terceiros ou recebidos por estes, não se encontrando abrangidos pela proibição normativa os casos em que existem benefícios proporcionados pelo IF aos clientes ou *vice-versa*. Importa ainda ressaltar que a aplicação deste artigo é a mesma em relação a pagamentos ou benefícios não monetários prestados por entidades que estejam no mesmo grupo que a empresa de investimento como se esta fosse uma entidade não relacionada<sup>47</sup>.

Relativamente à proibição relativa em matéria de benefícios consagrada no art. 26º da DMIF I N2, esta acabaria por ser transposta para o art. 313º, CVM, no qual se poderia extrair uma regra geral de proibição de *inducements* e três exceções a esta regra:

*Artigo 26º DMIF I N2*

*Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento não serão consideradas como atuando 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, receberem ou pagarem qualquer remuneração ou comissão ou proporcionarem ou obtiverem qualquer benefício não pecuniário, com exceção dos seguintes:*

- a) Uma remuneração, comissão ou benefício não pecuniário pago ou proporcionado ao cliente ou a uma pessoa em seu nome, ou por este pago ou proporcionado;*
- b) Uma remuneração, comissão ou benefício não pecuniário pago a um terceiro ou a uma pessoa em seu nome ou por estes pago ou proporcionado, desde que estejam satisfeitas as seguintes condições:*
  - i) A existência, a natureza e o montante da remuneração, comissão ou benefício, ou, se o montante não puder ser determinado, o método do 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;*
  - ii) O pagamento da remuneração ou comissão ou a concessão do benefício não pecuniário devem ser concebidos de modo a reforçar a qualidade do serviço relevante para o*

---

<sup>47</sup> CESR, *Inducements under DMIF*, (2007), Considerando 4.

*cliente e a não prejudicar o respeito da obrigação que incumbe à empresa de atuar em função dos melhores interesses do cliente;*

*c) Remunerações adequadas que possibilitem, ou sejam necessárias para, a prestação de serviços de investimento como custos de custódia, comissões de compensação e troca, taxas obrigatórias ou despesas de contencioso, e que, devido à sua natureza, não sejam suscetíveis de dar origem a conflitos com o dever, por parte da empresa de atuar de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a servir o interesse dos seus clientes.*

*Os Estados-Membros autorizarão as empresas de investimento, para efeitos do ponto i) da alínea b), a divulgarem de forma sintética as principais condições dos acordos relativos às remunerações, comissões ou benefícios não pecuniários, desde que se comprometam a divulgar informações adicionais a pedido do cliente e que honrem esse compromisso.*

Em primeiro lugar, é importante compreender que este artigo consagra as condições para que uma remuneração, comissão ou benefício não monetário sejam admitidos, aplicando-se de forma lata a todas as remunerações, comissões ou benefícios não monetários pagos por um terceiro em relação à prestação de um serviço do intermediário para o cliente<sup>48</sup>.

Estas exceções também se destacam por uma opção do legislador em não impor um regime restritivo, empregando noções abertas. Esta opção levou a um debate intenso à volta do regime e à colocação de bastantes dúvidas<sup>49</sup> por parte dos operadores financeiros quanto à sua implementação prática, resultando numa falha da maior parte das empresas em cumprirem com o regime<sup>50</sup>. Entre todas estas questões, colocou-se como fundamental a dificuldade em estabelecer uma linha que definisse as circunstâncias em que um benefício aumentasse a qualidade da provisão do serviço e não obstasse ao cumprimento do dever do intermediário em agir no melhor interesse do cliente.

A primeira exceção à proibição relativa de benefícios ilegítimos que está consagrada na alínea a) do art. 26º da DMIF I N2 são as *direct fees* – as remunerações pagas pelo cliente ao intermediário ou por alguém atuando em nome daquele. A norma tanto é aplicável caso o pagamento seja

---

<sup>48</sup> CESR, *Inducements under DMIF*, (2007), Considerando 2.

<sup>49</sup> ESMA, *Questions and Answers on DMIF II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, (2018).

<sup>50</sup> SYNOVATE, *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services – Final Report*, (2011).

efetuado diretamente pelo cliente ou por um seu representante que não tenha uma ligação relevante à entidade, por exemplo, um advogado ou contabilista. No entanto, para que o pagamento em nome do cliente seja considerado legítimo é necessário que este tome conhecimento desta representação<sup>51</sup>.

Relativamente à alínea b), este consagra como exceção o conjunto de remunerações que aumentam a qualidade do serviço prestado pelo intermediário. Contudo, o legislador faz depender a legitimidade do benefício de duas condições: (i) a remuneração recebida por parte do intermediário deve aumentar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não deve prejudicar a prossecução dos melhores interesses do cliente; e (ii) deve existir uma divulgação prévia ao cliente das remunerações recebidas por parte do intermediário<sup>52</sup>.

Estes requisitos devem ser lidos em termos unitários<sup>53</sup> - existem para prevenir o detrimento do interesse do cliente que advenha de potenciais conflitos de interesse que surjam deste tipo de pagamentos. Desta forma, os requisitos asseguram que (i) os clientes não acabem por subsidiar a compra de bens e serviços por quem providencia os produtos financeiros; (ii) e que a empresa não tenha um incentivo financeiro para atuar de uma forma que prejudique os melhores interesses do cliente<sup>54</sup>

Quanto à alínea c), esta consagra como última exceção as *proper fees*, abrindo a possibilidade de uma remuneração adequada não ser considerada um benefício ilegítimo. Para que este conceito se encontre preenchido é necessário que se verifiquem dois requisitos: (i) o pagamento deve ser necessário para a prestação do serviço e (ii) pela sua natureza, não pode originar conflitos com a obrigação de a empresa atuar de acordo com o melhor interesse do cliente.

As remunerações adequadas que constam desta alínea devem ser vistas de forma exemplificativa, e não de forma taxativa – desde que outras remunerações preencham as duas condições supramencionadas poderão ser enquadradas nesta exceção. Habitualmente, incluem-se nesta alínea outros tipos de remunerações que são pagas no âmbito de serviços de execução de ordens que, pela

---

<sup>51</sup> CESR, *Inducements under DMIF...*, cit. p. 6.

<sup>52</sup> CESR, *Inducements under DMIF...*, cit. p. 9.

<sup>53</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, 243.

<sup>54</sup> CESR, *Inducements: Report...*, cit. p. 16, Considerando 53.

sua natureza, não suscitam conflitos com os melhores interesses do cliente<sup>55</sup>. Contudo, as categorias de remunerações permitidas não devem ser entendidas como abrangentes, e por isso, a exceção deve ser aplicada de forma estrita<sup>56</sup>. Isto deve-se ao facto de a alínea ter sido criada com a intenção de abranger certas remunerações que pudessem não ser consideradas ilegítimas à luz da alínea b), pelo que não deve ser usada pelos intermediários como forma de evitarem a aplicação desse critério, particularmente a divulgação de informação<sup>57</sup>. Entre estas duas condições, é importante reforçar que, pela sua natureza, um determinado benefício pode colocar em causa a atuação de forma honesta, justa, e profissional de acordo com os melhores interesses do cliente<sup>58</sup>. Assim, para preencher o segundo requisito, a natureza do pagamento assume uma importância maior do que o próprio resultado do pagamento no que respeita ao surgimento de conflitos.

Quanto à divulgação de informação ao cliente prevista, esta não deve ser vista como uma mera indicação de que existe um benefício para o intermediário, mas sim como uma divulgação dos termos essenciais do acordo que exponham uma quantidade de informação adequada que permita ao cliente tomar uma decisão informada<sup>59</sup>. Apesar de a norma requerer uma divulgação feita em forma sumária, esta deve ser feita antes da prestação dos serviços por parte do IF e cobre a existência, natureza e montante dos *inducements*. Na eventualidade de os *inducements* não poderem ser objetivamente determinados, é suficiente divulgar o método de cálculo do respetivo montante.

Assim, a DMIF I veio, através de uma primeira abordagem que não se caracterizou por uma abordagem absolutamente restritiva, criar restrições a certos pagamentos e benefícios concedidos por terceiros que possam ser suportados pelo cliente e garantir o máximo de transparência do intermediário quanto à informação sobre pagamentos que possam influenciar a qualidade do serviço prestado ao cliente. Importa ainda ter em conta que, tal como é referido nas recomendações da CESR, as medidas de gestão de conflitos e as regras ligadas aos *inducements* devem ser encaradas de forma dinâmica entre si, atuando de forma complementar e não como substitutas ou

---

<sup>55</sup> CESR, *Inducements: Report on good and poor practices*, (2010), cit., p.15. Parece que o considerando 43 abre espaço a esta equiparação.

<sup>56</sup> CESR, *Inducements: Report...*, cit. p. 16. O próprio relatório aprofunda que tipos de remunerações são permitidas ou não.

<sup>57</sup> CESR, *Inducements: Report...*, cit. p. 16, Considerando 48.

<sup>58</sup> CESR, *Inducements under DMIF...*, cit. p. 7.

<sup>59</sup> CESR, *Inducements under DMIF...*, cit., p. 11.

alternativas<sup>60</sup>. Neste sentido, as regras de gestão de conflitos devem ajudar a mitigar o efeito de incentivos que influenciam o IF a atuar noutros interesses que não os melhores interesses do cliente.

## **5.2. O regime do recebimento de benefícios ilegítimos (*inducements*) à luz da DMIF II**

A Segunda Diretiva dos Mercados Financeiros (DMIF II) consagrou o tratamento da matéria dos conflitos de interesses como um dos temas centrais, com o lançamento da consulta pública em 2010 a antever o destaque que a matéria dos benefícios relacionados com a consultoria para investimento e a nova figura da consultoria independente assumiriam.

Apesar de manter a estrutura normativa da DMIF I relativamente inalterada, a DMIF II caracterizou-se por adotar uma abordagem de regulação baseada em regras em detrimento de uma abordagem baseada em princípios que caracterizara a DMIF I, trazendo com ela um nível de desenvolvimento e concretização mais aprofundado.

Ora, este nível de concretização plasmou um regime regulatório mais apertado e restritivo, mantendo um carácter preventivo alicerçado na lógica de dar respostas imediatas em função das características de cada intermediário e dos seus conflitos de interesses<sup>61</sup>.

É precisamente o reforço da proteção do investidor o tema central da DMIF II, particularmente do investidor não qualificado, daí a introdução de normas que reforçam o grau de informação prestada ao cliente, bem como normas que obrigam o próprio intermediário a conhecer melhor o cliente e a comercializar produtos financeiros que se adequem ao seu perfil.

Uma estimativa superficial do valor de *inducements* pagos por emitentes de produtos financeiros a distribuidores ronda os 33 biliões de euros por ano<sup>62</sup>, o que tornou este mercado extremamente atrativo e, tendo em conta as possibilidades de conflitos de interesses existentes, um dos pontos basilares da regulação por parte da DMIF II.

---

<sup>60</sup> CESR, *Inducements under DMIF...*, cit., p. 8, Considerando 17.

<sup>61</sup> NIAHM MOLONEY, *op. cit.*, p. 374.

<sup>62</sup> DELOITTE, *DMIF II: What will be its impact on the fund distribution landscape*, cit. p. 8.

Com efeito, a DMIF II regulou a matéria dos benefícios diretamente, realçando-se os seguintes objetivos: (i) o reforço da proteção dos investidores; (ii) a adoção de medidas que assegurem que as empresas de investimento cumpram os seus deveres perante os clientes; (iii) nomeadamente a partir de uma limitação da possibilidade de existirem distorções causadas pelo recebimento de incentivos; e (iv) um aumento de transparência no que respeita à qualidade do serviço prestado ao cliente e aos custos do mesmo.

Entre as inovações que vieram garantir uma maior rigidez das obrigações do IF, ganha destaque a introdução da dicotomia entre consultoria prestada numa base dependente ou independente. Não obstante ter sido aberta a possibilidade de uma proibição liminar de qualquer tipo de *inducements*, o legislador europeu optou por uma abordagem orientada para a ótica da estrutura de mercado<sup>63</sup>, mediante a criação de dois mercados de oferta de serviços de investimento onde antes só existia um.

Assim, o legislador assume que, na consultoria dependente, a remuneração do intermediário corresponde principalmente ao pagamento de *inducements* por terceiros para o intermediário comercializar os produtos emitidos por estes, resultando provavelmente num serviço pior, prestado a preços mais acessíveis. Já na consultoria a título independente, a remuneração do intermediário provém principalmente do pagamento pelo cliente por um serviço mais caro, porém, isento de incentivos externos.

A DMIF II mantém, contudo, a possibilidade de os investidores não qualificados se “auto-conselharem”, (art. 314º-D, nº1 do CVM) e por isso não obriga ao aconselhamento em qualquer situação. “Na prestação exclusiva dos serviços de receção e transmissão ou execução de ordens do cliente, ainda que acompanhada pela prestação de serviços auxiliares, não é sequer aplicável o dever de adequação, se estiverem verificados os pressupostos estabelecidos no art. 314º-D do CVM<sup>64</sup>. No entanto, o legislador limitou esta modalidade a produtos não complexos, o que significa que, caso o investidor não qualificado queira alocar os seus rendimentos a produtos financeiros que o legislador europeu considere complexos terá de recorrer ao aconselhamento de intermediários financeiros<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> GRUNDMANN e HACKER, *op. cit.*, p. 192

<sup>64</sup> PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 444.

<sup>65</sup> DELOITTE, “DMIF II: What will be its impact on the fund distribution landscape”, cit. p. 5.

Adicionalmente, a transposição da DMIF II para a ordem jurídica nacional obriga à adoção de medidas internas por partes dos intermediários financeiros que garantam a prevenção e minimização de conflitos de interesses. Enquanto a DMIF I assumia como principal preocupação a garantia da prossecução do dever em agir no melhor interesse do cliente, a DMIF II acrescenta a violação das normas de conflitos de interesses nos casos em que as normas relativas aos *inducements* não sejam respeitadas. Com um regime assumidamente mais restritivo, nomeadamente ao nível da dicotomia entre consultoria dependente e independente e da permissão de certos benefícios, a DMIF II transforma o tipo de serviço de investimento num ponto basilar no que toca à apreciação do regime dos *inducements*.

Em termos gerais, as normas mantêm o seu núcleo, advindo as principais alterações de mais limitações impostas à possibilidade de as empresas receberem e reterem benefícios ao nível da consultoria prestada a título independente e da gestão de carteiras, e a partir da concretização de situações específicas em que certos benefícios, pelas suas características, possam ser considerados legítimos mediante o preenchimento de requisitos ainda mais apertados.

Como exploraremos em seguida, o vetor transversal quanto a esta matéria parece residir no facto de o intermediário só poder auferir benefícios quando for justificado por uma prestação de um serviço de nível superior ou de um serviço adicional prestado ao cliente, desde que não interfira na obrigação de IF agir de forma honesta, equitativa e profissional.

## 6. Consultoria prestada numa base dependente e não dependente

Outra inovação introduzida pela DMIF II corresponde a uma dicotomia entre consultoria prestada numa base dependente e consultoria prestada numa base independente. Devemos alertar que as normas relativas à consultoria se aplicam tanto a investidores qualificados como não qualificados, apesar de não serem aplicáveis a contrapartes elegíveis<sup>66</sup>. A DMIF II parece abrir espaço a uma aplicação das normas relativas a consultoria mesmo que exista meramente a venda sem qualquer aconselhamento do intermediário, embora nos pareça que não fará sentido a aplicação das mesmas nesta situação<sup>67</sup>.

A consultoria para investimento pode ser exercida tanto por intermediários financeiros autorizados, relativamente a quaisquer instrumentos financeiros, como por consultores para investimento relativamente a valores mobiliários (art. 294, n.º4 do CVM). Dentro dos intermediários financeiros, cabe diferenciar os intermediários financeiros não especializados - bancos e sociedades gestoras de fundos de investimentos - dos intermediários financeiros especializados, correspondentes a sociedades de consultoria para investimento.

Esta separação, operada pelo legislador europeu, corresponde a uma forma de mitigação da existência de conflitos de interesses sem abolir por completo a possibilidade de uma consultoria com base dependente em que é permitido à empresa o recebimento de comissões. A manutenção desta modalidade deve-se à possibilidade de o serviço de consultoria poder deixar de ser benéfico de um ponto de vista económico para o prestador e, assim, deixar de existir, afetando principalmente investidores menos informados. No entanto, para praticar esta atividade, o intermediário tem de cumprir certos requisitos (art. 24.º, n.º9 da DMIF II) e divulgar os conflitos de interesses existentes, por forma a que o cliente tenha plena noção da distorção a que o conselho do intermediário se encontra sujeito<sup>68</sup>.

O objetivo da densificação deste instituto pela DMIF II, aplicável principalmente a benefícios provenientes de entidades emissoras de títulos e de produtos financeiros<sup>69</sup>, deve-se a uma tentativa de estabelecer uma categoria de serviço facilmente reconhecível, na qual a possibilidade de

---

<sup>66</sup> É importante ter em consideração que tanto a distinção entre os tipos de consultoria como as obrigações do intermediário se aplicam a depósitos estruturados.

<sup>67</sup> BUSCH, *Conduct of Business Rules under DMIF I and II in A Bank's Duty of Care*, Hart Publishing, (2017), p. 26.

<sup>68</sup> GRUNDMANN e HACKER, *op. cit.*, p. 166.

<sup>69</sup> Considerando 74 da DMIF II.

existência de conflitos de interesses se encontre excluída mediante uma limitação quanto à diversidade de produtos comercializados pelo IF (art. 24º, nº7 da DMIF II).

Para além da proibição de recebimento de benefícios provenientes de terceiros, a consultoria prestada numa base independente caracteriza-se por ser aquela que (i) avalia uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, que devem ser suficientemente diversificados quanto ao seu tipo e emitentes ou fornecedores de produtos (número e variedade), (ii) que não se encontrem limitados a produtos fornecidos ou emitidos pelo próprio IF ou por entidades com as quais o intermediário tenha relações estreitas<sup>70</sup>, (iii) por forma a garantir que os objetivos do cliente sejam adequadamente prosseguidos e o risco de diminuição da independência do serviço prestado seja minorado<sup>71</sup>. De acordo com o art. 53º do RD DMIF II, para que o processo seja suficiente devem ser respeitadas cinco regras: proporcionalidade, representatividade, diversificação, completude e neutralidade<sup>72</sup>.

É importante ter em conta que a entidade em questão não terá de praticar exclusivamente consultoria numa base independente ou base dependente. Desde que não seja prestada pela mesma pessoa singular, é permitido que a entidade em causa preste ambos os serviços ao mesmo cliente. No entanto, este deve ser informado quanto à natureza dos dois tipos de consultoria e da natureza do processo de seleção adotado pela entidade por forma a perceber qual o tipo de consultoria adequado às suas circunstâncias<sup>73</sup>. Por questões de mitigação de conflitos de interesse e clarificação, em termos organizacionais, deve existir uma separação clara quanto aos dois tipos de serviços prestados e aos indivíduos que prestam esses serviços dentro da entidade. Adicionalmente, a empresa em causa deve caracterizar meramente o serviço que se propõe a prestar, e por isso, deve evitar categorizar-se dentro de um dos dois tipos de regime, privilegiando um em relação ao outro<sup>74</sup>.

---

<sup>70</sup> Para efeitos desta norma, o conceito de relação estreita parte do Art. 4(1)(35) da DMIF II, remetendo para três situações: (i) detenção de participação social de 20% ou mais; (ii) relação de “controlo” entre empresa mãe e filha, tal como descrito no Art. 222º do 2013/34/EU ou similar; e (iii) uma situação na qual uma pessoa singular assume, mesmo que indiretamente, uma situação de controlo a partir de relação entre empresas.

<sup>71</sup> PAULO CÂMARA, *op.cit.*, p. 454.

<sup>72</sup> Para um aprofundamento destes elementos *vide* SOFIA LEITE BORGES, *A consultoria...*, p 272.

<sup>73</sup> Art.53º do RD DMIF II.

<sup>74</sup> O RD DMIF II abre a hipótese de o IF prestar serviços de consultoria numa base independente, com especialização em determinadas categorias ou numa gama específica de instrumentos financeiros mediante o cumprimento de certos requisitos.

A escolha do tipo de consultoria é deixada a cargo dos intermediários financeiros, porém, à luz do art. 24º, nº4, alínea a) da DMIF II, estes têm de declarar ao cliente, de forma prévia e atempada (i) o tipo de consultoria prestada; (ii) a diferença entre os regimes dos dois tipos de consultoria, (iii) se esta é sustentada numa análise restrita ou ampla de instrumentos financeiros; (iv) e se o prestador irá avaliar periodicamente a adequação dos instrumentos financeiros recomendados, informando o cliente relativamente às conclusões alcançadas<sup>75</sup>.

À luz do mesmo art. 24º, nºs 7 e 8 da DMIF II, as empresas de investimento, quando prestem serviços de consultoria independente, não podem aceitar e reter remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por qualquer terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de terceiro em relação à prestação do serviço ao cliente. Como já vimos, a questão da retenção não proíbe a receção do pagamento, desde que haja lugar a uma transferência total do valor do montante para o cliente.

Consequentemente, esta proibição opera como mecanismo adequado a reforçar o grau de proteção dos investidores e a aumentar a clareza para os clientes quanto ao serviço que recebem<sup>76</sup>. São excecionadas desta regra as prestações monetárias não significativas que possam melhorar a qualidade do serviço prestado a um cliente e de dimensão e natureza tais que não se possa considerar que prejudiquem a obrigação de a empresa de investimento agir no melhor interesse do cliente, sem prejuízo do dever de informação que recai sobre as mesmas.

Sendo a consultoria prestada numa base dependente, e devidamente informada ao cliente, nada obsta a que o intermediário comercialize instrumentos emitidos ou fornecidos pelo próprio ou por entidade com quem tenha relação estreita. Quer isto dizer que existem riscos para a independência e isenção, visto que a empresa terá inclinação para recomendar os seus próprios produtos em detrimento de outros produtos existentes no mercado. Contudo, desde que o cliente conheça estes riscos, a DMIF II aceita-os<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> Repare-se que a avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros é uma opção do intermediário e não uma obrigação.

<sup>76</sup> Considerando 74 da DMIF II.

<sup>77</sup> ANA PERESTRELO, *DMIF II e Consultoria Para Investimento: da Compliance à Revisão de Modelos de Negócio* in *O Novo Direito Dos Valores Mobiliários - I Congresso Sobre Valores Mobiliários E Mercados Financeiros*, Almedina (2016), p. 224.

No caso da consultoria prestada numa base independente - e apesar de ser difícil conceber esta imparcialidade na prática - espera-se que a entidade consiga abstrair-se das vantagens que pode auferir ao recomendar os seus próprios produtos, pois caso não o faça e adote uma posição parcial sistematicamente, terá dificuldades em conseguir provar a sua atuação como operador “independente”. Para isto, o intermediário deverá adotar procedimentos internos para determinar até que ponto os interesses do cliente estão a ser colocados em causa, encarando como ponto de partida a forma como a empresa tratou e comparou os instrumentos financeiros emitidos ou providenciados por si, ou por entidades com quem tenha uma relação estreita, face aos restantes instrumentos disponíveis no mercado<sup>78</sup>.

Seguindo esta lógica, a oferta de instrumentos financeiros por parte de uma empresa de investimento que emita ou providencie apenas produtos seus ou de entidades “próximas” impossibilita a classificação como entidade independente, pois a empresa deverá recomendar o produto mais adequado ao perfil do cliente, o que pressupõe uma abrangência que não poderá encontrar-se limitada aos instrumentos financeiros emitidos ou providenciados pelo intermediário ou entidade próxima<sup>79</sup>.

Pese embora nos pareça que, a partir desta dicotomia dentro da figura da consultoria para investimento, o legislador tente chegar a uma solução equilibrada e inclusiva, tanto para os intermediários financeiros como para os investidores, na prática, o regime de consultoria numa base dependente apresenta-se demasiado permissivo para o IF.

Assim, de um ponto de vista pragmático, e tendo em conta as normas relativas aos conflitos de interesses e ao princípio da proteção do legítimo interesse do cliente, a figura da consultoria numa base dependente abre uma brecha demasiado grande para que o intermediário sobreponha os seus interesses aos interesses do cliente de uma forma legitimada pela lei.

Por outro lado, dada a importância vital que a distinção entre as duas figuras assume e a quantidade de informação que o cliente não qualificado recebe e, na prática, não lê, somos cétricos quanto ao conhecimento deste em relação ao tipo de serviço prestado. Por fim, e como veremos no próximo

---

<sup>78</sup> De acordo com a ESMA, esta análise deve ser disponibilizada tanto aos seus clientes como às entidades supervisoras caso seja requerida por algum destes agentes.

<sup>79</sup> ESMA, *Technical Advice on the Commission on MIFID II and MiFIR*, (2014), p. 129; Considerando 73 da DMIF II.

capítulo, o aparente equilíbrio desta solução também poderá causar distorções radicais não pretendidas ao nível da estrutura do mercado.

### **6.1. O impacto das novas regras relativas a consultoria para investimento na indústria**

Ora, conjugando a possibilidade de prestar as duas subcategorias de investimento com a proibição de receber benefícios de terceiros em consultoria independente, as entidades terão de se adaptar ao impacto potencial destas regras nos seus modelos de negócio. Desta forma, o primeiro desafio do consultor será perceber qual o tipo de serviço que deverá prestar, tendo em conta que, sendo a consultoria prestada numa base independente, serão necessariamente os clientes a suportar os custos de aconselhamento, dado que o recebimento de benefícios provenientes de terceiros não é permitido<sup>80</sup>.

Parece que, não obstante determinados estudos empíricos demonstrarem a diminuição de parcialidade na distribuição de produtos financeiros, certos intermediários têm vindo a impor restrições ao acesso a consultoria independente por parte do cliente, nomeadamente a partir de quantias mínimas para investir<sup>81</sup>. Isto deve-se, à partida, ao aumento do custo de *compliance* e a uma diminuição do rendimento para o IF a um ponto em que deixa de ser compensatório prestar este serviço a menos que cobre *fees* significativos<sup>82</sup>, provocando um afastamento do pequeno investidor.

Na nossa opinião, o grande desafio do legislador nesta matéria passa por adotar mecanismos que consigam impedir esta distorção, ou seja, que não impliquem a vedação do acesso a este tipo de serviços aos pequenos investidores, visto que são eles o principal alvo destas medidas de reforço da proteção de interesses.

Outro exercício interessante é perceber como as entidades estão a responder a esta pressão e que tipo de novo mercado se pode estar a criar com a introdução destas normas. Efetivamente, em determinados países como a Inglaterra e a Holanda, começaram a surgir meios de resposta criados principalmente por determinadas empresas de gestão de fundos baseados num modelo de contacto

---

<sup>80</sup> ANA PERESTRELO, *op. cit.*, p. 224.

<sup>81</sup> Veja-se o caso do Lloyd's que impôs um limiar mínimo de cem mil euros para o acesso a este tipo de investimento.

<sup>82</sup> DELOITTE, *DMIF II: What will be its impact on the fund distribution landscape*, cit. p. 8.

direto com clientes via plataforma online. Adicionalmente, existem plataformas que oferecem produtos financeiros de múltiplos fundos, adotando um modelo de distribuição leve no que toca aos encargos assumidos com *fees* mais acessíveis para os investidores. Parece-nos que o sucesso deste novo modelo poderá estar associado ao grau de confiança que os investidores não qualificados têm no seu juízo e na pouca confiança no juízo do IF, bem como ao impacto e à rapidez que a própria tecnologia e *media* assumem hoje em dia enquanto fatores decisivos a nível de inovação<sup>83</sup>.

Apesar de não estarmos perante um fenómeno alargado, visto que, no resto da Europa, o modelo de distribuição ainda permanece praticamente inalterado, perguntamo-nos até que ponto não existe a possibilidade de um modelo de investimento auto-suficiente alastrar e se tornar a norma, principalmente tendo em conta a possível melhoria de resultados com custos menores para um investidor médio progressivamente mais informado.

---

<sup>83</sup> DELOITTE, *DMIF II: What will be its impact...*, cit., p. 8. O relatório aponta para uma confiança de 75% dos holandeses no seu próprio juízo de investimento.

## 7. Os benefícios monetários não significativos

Os benefícios monetários não significativos constituem exceção à proibição de recebimento de benefícios por parte do IF desde que preencham as seguintes condições: (i) sejam clara e previamente comunicados ao cliente, (ii) possam melhorar a qualidade do serviço prestado e (iii) pela sua natureza e dimensão não sejam capazes de colocar em causa a prossecução do melhor interesse do cliente.

Por sua vez, o legislador europeu, no Art. 12º, nº3 da DD DMIF II, optou, mais uma vez, por uma solução restritiva, consagrando uma lista taxativa e, portanto, fechada, para as hipóteses nas quais estes benefícios são permitidos:

- a) 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 individual;
- b) Material escrito de um terceiro a quem uma sociedade emitente ou potencial emitente tenha encomendado e pago uma nova emissão pela empresa, ou nos casos em que a empresa terceira é contratada e paga pelo emitente para produzir o referido material numa base contínua, desde que a relação seja claramente divulgada no material e que este seja disponibilizado ao mesmo tempo a qualquer empresa de investimento que pretenda recebê-lo ou ao público em geral;
- c) 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;
- d) Hospitalidade de um valor *de minimis* razoável, como alimentos e bebidas durante uma reunião de negócios ou uma conferência, um seminário ou outras ações de formação referidas na alínea anterior; e,
- e) Outros benefícios não monetários não significativos que os Estados-Membros considerem poder melhorar a qualidade do serviço prestado a um cliente e, tendo em conta o nível total dos benefícios concedidos por uma entidade ou grupo de entidades, são de dimensão e natureza não suscetíveis de prejudicar o cumprimento do dever da empresa de investimento de agir no melhor interesse do cliente.

A partir da análise da norma, podemos perceber que estamos perante uma solução taxativa que foi, aliás, contrária à opinião expressa em resposta à consulta pública efetuada por parte da ESMA<sup>84</sup>, sendo destacada como razão principal da oposição a esta solução normativa o grau de rigidez e restrição da mesma. Adicionalmente, de acordo com o Art. 13º, nº3 da DD DMIF II, apenas são aceitáveis os benefícios que possuam um carácter razoável e proporcional 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 causa.

No entanto, parece-nos que a solução preconizada pelo legislador europeu foi a apropriada, não só porque a ausência de uma tipificação dos benefícios poderia servir como válvula de escape – o que causaria um potencial resultado adverso e significativo aos objetivos da DMIF II - mas também porque a alínea e) tem um carácter relativamente amplo, permitindo o enquadramento de outras situações, nomeadamente os casos de *research*.

A propósito do *research*, que merecerá uma análise mais detalhada posteriormente, adianta-se que os benefícios que incluam uma análise substantiva, aportando valor ao seu destinatário, ou suponham a alocação de recursos valiosos da empresa de investimento não serão suscetíveis de configurarem benefícios não monetários não significativos<sup>85</sup>.

Apesar de permitir a prestação de certos tipos de informações ou materiais provenientes de terceiros, esta limitação obriga a que nem todo o *research* se enquadre na alínea e), e por esta razão, nas situações em que estas condições não se verifiquem, a empresa terá de perceber se quer suportar ou recusar o serviço em causa<sup>86</sup>.

---

<sup>84</sup> ESMA, *Technical Advice ...*, p. 129.

<sup>85</sup> Considerandos 29 e 30 da DD DMIF II.

<sup>86</sup> Cfr. TIAGO DOS SANTOS MATIAS, *Research e inducements: o que foi não volta a ser. Breve Incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II*, CdMVM, 57, (2017), p. 41.

## **8. A Transposição da Proibição de benefícios ilegítimos à luz da DMIF II: o Art. 313º do CVM**

Como já percebemos, a DMIF II é um diploma que, em matéria de conflitos de interesses, veio restringir ainda mais as situações em que poderia haver lugar à existência de benefícios na consultoria prestada a título independente e na gestão de carteiras.

No entanto, esta proibição não se limita a estas matérias, estendendo-se, adicionalmente, a outros serviços de investimento e serviços auxiliares prestados pelo ou por parte do intermediário, desde que preencham as seguintes condições previstas no art. 24º, nº 9 da DMIF II, posteriormente transpostas para o Art. 313º, alínea b) do CVM:

- a) O benefício se destine a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente; e
- b) Não interfira na obrigação da empresa de investimento atuar de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir os interesses dos seus clientes.

Através destas duas condições, o legislador europeu reforça os mecanismos preventivos de conflitos de interesses existentes. Apesar de a norma manter os critérios já presentes na DMIF I, o art 11º, nº 2 da DMIF II, transposto para o Art. 313º-A do CVM, estabelece um conjunto de condições cumulativas que imprimem um maior grau de concretização e que permitem considerar que um benefício pago ou recebido reforça a qualidade do serviço quando:

- a) É justificado pela prestação de um serviço adicional ou de nível superior ao cliente em causa, proporcional ao nível de incentivos recebidos, tais como:
  - i) A prestação de serviços de consultoria para investimento numa base não independente e o acesso a uma ampla gama de instrumentos financeiros adequados, incluindo um número adequado de instrumentos de terceiros fornecedores de produtos que não tenham relações estreitas com a empresa de investimento;
  - ii) A prestação de consultoria para investimento não independente em combinação com: uma proposta ao cliente, pelos menos numa base anual, a fim de avaliar a adequação dos instrumentos financeiros em que o cliente tenha investido, ou com outro serviço contínuo suscetível de ser de valor para o cliente, tal como o aconselhamento sobre a aplicação ideal dos ativos do cliente; ou

- iii) O fornecimento de acesso, a preços competitivos a uma vasta gama de instrumentos financeiros suscetíveis de satisfazer as necessidades do cliente , incluindo um número adequado de instrumentos de terceiros fornecedores de produtos que não tenham relações estreitas com a empresa de investimento, em conjunto com a disponibilização de instrumentos de valor acrescentado, como instrumentos de informação objetiva destinados a ajudar o cliente em causa a tomar decisões de investimento ou a permitir que o cliente em causa acompanhe, modele e ajuste a gama de instrumentos financeiros em que investiu, ou com relatórios periódicos do desempenho e dos custos e encargos associados aos instrumentos financeiros;
- b) Não beneficia diretamente a empresa destinatária, os seus acionistas ou trabalhadores sem qualquer vantagem concreta para o cliente em causa;
- c) É justificado pela oferta de uma vantagem contínua ao cliente em causa em relação a um incentivo contínuo.

Antes de analisar mais aprofundadamente cada uma das alíneas, cabe ter em conta que o Art. 24º, nº 12 da DMIF II abriu espaço a que os Estados-Membros pudessem, excecionalmente, e mediante uma justificação objetiva e proporcional, impor requisitos adicionais nesta matéria. Para que isto acontecesse, o Estado-Membro deveria notificar a Comissão Europeia quanto ao requisito e à justificação para a necessidade de aplicação do mesmo. No entanto, parece que o legislador nacional acabou por tomar a opção de adotar as condições previstas na legislação comunitária sem adicionar novos requisitos.

A primeira alínea implementa uma condição acompanhada de uma sublista de situações que assumem um carácter exemplificativo. Coloca-se a questão de saber se a aplicação deste número é exhaustiva - à semelhança do que se passa no caso dos benefícios monetários não significativos - ou assume um carácter exemplificativo. Ora, a situação é controvertida, tendo a ESMA emitido opinião no sentido de considerar que o carácter é meramente exemplificativo. No entanto, parece que a intenção do legislador europeu foi a de consagrar uma lista exhaustiva, visto que exige que “todas” as condições de aplicação devam ser preenchidas.

Na alínea b), a norma obriga a que o benefício não seja considerado legítimo caso exista a possibilidade de a prestação de serviços ser distorcida devido à influência deste, acrescentando um maior grau de transparência e exigência à norma.

Por último, relativamente ao requisito constante da alínea c), a Diretiva pretende que a condição da melhoria da qualidade seja uma constante, ou seja, não é necessário que o intermediário garanta sempre um aumento gradual da qualidade ao longo do tempo - o que poderia tornar-se in comportável – mas sim um nível assegurado de qualidade que se mantenha constante nos serviços prestados ao cliente.

Com o propósito de assegurar esta melhoria, a Diretiva obriga a que o intermediário consiga provar que os benefícios auferidos estão aptos a aumentar a qualidade do serviço ao cliente, devendo conservar: (i) uma lista interna de todas as remunerações, comissões e benefícios não monetários recebidos pela empresa de investimento de um terceiro em relação à prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares; e (ii) mantendo um registo de como estes benefícios estão aptos a melhorar a qualidade dos serviços prestados aos clientes, bem como os passos pelo intermediário em prole da não objeção à obrigação do IF atuar de acordo com os melhores interesses do cliente.

Por fim, o último fator predominante nesta matéria, e que atravessa as normas relacionadas com conflitos de interesses, são as novidades trazidas relativamente ao dever de informar o cliente tanto pela DMIF II como pela DD DMIF II.

## 9. O aprofundamento dos deveres de divulgação e informação à luz da DMIF II

Como já estudámos, a DMIF I previu que, existindo um benefício, a existência, natureza, montante e, caso não seja possível determinar o montante e o método de cálculo do mesmo, devem ser previamente divulgados ao cliente, de uma forma que seja compreensiva e perceptível. Ora, o art. 26º da DMIF II acrescenta que, quando for aplicável, para além destes elementos, o intermediário deve também informar o cliente sobre os mecanismos existentes para transferir o benefício auferido em relação ao serviço de investimento ou auxiliar que prestou ao cliente (art. 24º, nº9 da DMIF II).

Para além disto, o art. 11º, nº5 da DD DMIF II, e alvo de transposição no art. 313º, nº2 do CVM prevê um aprofundamento dos deveres de informação que devem ser cumpridos pelo intermediário em relação a quaisquer benefícios aceites e retidos na sua atividade, introduzindo um maior grau de concretização em relação à DMIF I:

- a) Antes da prestação do serviço, a empresa de investimento deve divulgar ao cliente informação sobre o pagamento ou benefício em causa, sendo que os benefícios não monetários não significativos podem ser descritos de forma genérica. A divulgação de outros benefícios não monetários recebidos ou pagos pelo intermediário em relação ao serviço prestado ao cliente deve ser feita separadamente, assim como a fixação do preço.
- b) Quando a empresa de investimento não consegue determinar previamente o valor e, conseqüentemente, acaba por divulgar o método de cálculo do benefício, a empresa deve, adicionalmente, providenciar a informação do montante recebido posteriormente.
- c) Pelo menos uma vez por ano, durante o período em que os *inducements* são recebidos em relação ao serviço prestado ao cliente, a empresa de investimento deve informar os clientes, individualmente, sobre os montantes recebidos ou pagos. Quanto aos benefícios não monetários não significativos, estes podem ser descritos de forma genérica.

Estas alíneas devem ser lidas complementarmente com a necessidade de o benefício aumentar a qualidade do serviço ao cliente, não esquecendo que a proibição não se aplica na circunstância de os benefícios terem sido pagos por ou para o cliente, ou que sejam necessários para a prestação dos serviços de investimento, que como já vimos, não são abrangidos por esta proibição.

Parece-nos que estas novas alíneas preenchem algumas lacunas deixadas pela DMIF I, garantindo uma maior coesão e transparência em matéria de conflito de interesses. A alínea a) prevê uma reiteração da obrigação de divulgação prévia acompanhada por uma regulação e adaptação do dever de divulgação ao novo regime dos benefícios não monetários não significativos. Por sua vez, através de uma obrigação de reporte periódico e não meramente circunstancial garantido pela alínea c), e uma obrigação de divulgação de informação *ex post* nas situações em que existe meramente a possibilidade de determinar o método de cálculo, garantida pela alínea b), a DD DMIF II dá mais passos no sentido adotado desde a DMIF I de um reforço da proteção dos investidores através de um aumento da informação disponibilizada ao cliente<sup>87</sup>.

Por fim, cabe apontar que o último parágrafo do art. 11º, nº5 da DD DMIF II correspondente ao Art. 313º, nº9 do CVM, prevê que sempre que estejam envolvidas várias empresas de investimento no mesmo canal de distribuição de produtos, cada uma delas tem de cumprir as obrigações de divulgação de informação aos seus clientes.

---

<sup>87</sup> Este ponto já tinha sido apontado na consulta pública feita pela EUROPEAN COMMISSION, *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (DMIF)*, (2010), pp. 59 e ss.

## 10. O *Research* enquanto *inducement*

Entre todas as modificações operadas pela DMIF II, a matéria do *research* apresenta-se como a mais controvertida, principalmente devido à conjugação das novas restrições ao regime dos *inducements* e ao aparecimento do regime de benefícios monetários não significativos. Esta figura aparece consagrada como um serviço auxiliar de investimento, à luz da DMIF II, e é um serviço potenciador da agregação entre procura e oferta no mercado, a partir de recomendações de investimento para os seus clientes.

O *research* é uma atividade sujeita a possíveis conflitos de interesses, que particularmente se fizeram notar com a exacerbação de recomendações de investimento de “compra” antes da altura da crise “dot.com”. Assumindo um papel central, o denominado “*sell-side research*” caracteriza-se por se encontrar sujeito a quatro áreas de conflitos de interesses: (i) a abrangência de atividades praticadas por estas empresas; (ii) o sistema de remunerações dos analistas; (iii) os interesses financeiros que a empresa pode ter nas entidades emitentes que podem afetar as análises feitas pelos seus analistas; e (iv) as relações de reporte entre empresas. Assim, a principal necessidade de regular esta matéria provém do facto de as entidades que prestam estes serviços poderem ter o interesse de reter certas entidades emitentes como clientes, o que poderá levar a recomendações de investimento desvirtuadas e prejudiciais para o investidor<sup>88</sup>.

Adotando a definição constante do considerando 28 da DD DMIF II, o *research* abrange os materiais ou os serviços utilizados em estudos que contribuam para formar opiniões sobre instrumentos financeiros, ativos ou entidades emitentes de instrumentos financeiros de um determinado setor. Para tal, estes estudos podem incidir sobre: (i) instrumentos financeiros ou outros ativos; (ii) entidades emitentes ou potencialmente emitentes de instrumentos financeiros; (iii) e uma indústria ou mercado específico.

Desta forma, os intermediários financeiros usam este tipo de material, com base em informações novas ou antigas, para perceber qual a melhor oportunidade no mercado, utilizando-o como fundamentação para uma estratégia de investimento que melhor se adegue aos interesses do cliente. Isto pode traduzir-se num relatório no qual se formule uma opinião sobre o emitente e/ou instrumento analisado; uma previsão quanto ao seu desempenho ou evolução; ou uma

---

<sup>88</sup> Para mais aprofundamento relativamente às causas e desvantagens da regulação consultar NIAHM MOLONEY, *op. cit.*, p. 684.

recomendação genérica, direta ou indireta, de investimento ou desinvestimento sobre um emitente, valores mobiliários por ele emitidos ou instrumentos financeiros que se destinem aos canais de distribuição ao público<sup>89</sup>.

O *research*, enquanto conceito, é passível de ser aplicado a diversas atividades, porém, não devemos perder de vista que estas regras não são vinculativas para qualquer tipo de atividade de *research*, mas apenas quanto às atividades de consultoria para investimento numa base independente e gestão de carteiras praticadas por entidades que, por sua vez, pratiquem atividades de investimento à luz da DMIF II<sup>90</sup>.

Analisando o art. 291º, alínea c), do CVM, podemos retirar que o *research* constitui um serviço auxiliar de investimento, pelo que a sua prestação sem qualquer retribuição pecuniária e/ou mediante uma retribuição pouco significativa pode enquadrar-se numa situação de incentivo ilegítimo.

Assim, para além do Considerando 28, a DD DMIF II procurou clarificar as circunstâncias em que o *research* deve ser considerado um benefício ilegítimo quando, no seu art. 13º, estabelece que o *research* não é considerado um incentivo ilegítimo quando os estudos sejam recebidos em troca de (i) pagamentos diretos pela empresa de investimento a partir dos seus recursos próprios; ou (ii) pagamentos diretos pela empresa de investimento a partir de uma conta de pagamento separada destinada aos estudos, devidamente controlada pela empresa de investimento e mediante a verificação das condições ali estabelecidas.

Por esta razão, e tendo em conta estes requisitos, a provisão de *research* que não tenha sido pedido por parte da empresa e que seja prestado gratuitamente não deve ser aceite, sendo fundamental que o intermediário tenha um sistema e uma estrutura interna aptas a perceber qual é a natureza do serviço e o tipo de benefício que possa estar a ser auferido<sup>91</sup>.

A existência deste sistema e estrutura também é fulcral devido à existência de figuras afins do *research* que reúnem algumas características típicas desta figura e que poderão ser tratadas como

---

<sup>89</sup> SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *Aspetos jurídicos da atividade e dos relatórios de análise financeira (Research)*, CdMVM, 14, (2002), p.102.

<sup>90</sup> Estas atividades encontram-se no Anexo I, sect. A do diploma.

<sup>91</sup> ESMA, *Questions and Answers...*, cit. p. 53, questão 3.

tal<sup>92</sup>. Assim, o ónus de verificação do tratamento das situações recai sobre a entidade destinatária, competindo-lhe o confronto do serviço em causa com as características constantes do Considerando 28 e quem, eventualmente, suporta o eventual custo do mesmo.

De realçar, ainda, que estes requisitos devem ser aplicados mesmo que a entidade que esteja a providenciar o *research* não se encontre sujeita às normas da DMIF II -o que significa que o *research* deve ter o mesmo tratamento independentemente do local ou estatuto do prestador do mesmo – e independentemente de as entidades terem ou não uma relação estreita<sup>93</sup>.

A existência desta estrutura e política interna também é igualmente fundamental para perceber se o serviço em causa deve ser classificado enquanto benefício monetário não significativo ou *research*, servindo o Considerando 29 da DMIF I como orientação para esta distinção ao estabelecer que “material não substantivo ou serviços que consistem em comentários ao mercado a curto prazo relativamente às mais recentes estatísticas ou resultados de empresas” podem ser tratados enquanto benefício monetário não significativo, demonstrando alguns exemplos concretos. É importante realçar que, na avaliação do serviço, não se deve ter em conta a forma como este é qualificado em termos formais, mas sim a sua compatibilização, ou não, a nível substancial com os requisitos legais.

Por fim, o Considerando 30 da DMIF II complementa os exemplos do considerando anterior ao explicitar que as análises substantivas e/ou às quais sejam alocados recursos relevantes não poderão ser consideradas benefícios monetários não significativos.

Por outro lado, sempre que o pagamento seja efetuado através de uma conta destinada ao pagamento de *research* (RPA) assente em fundos dos clientes e mediante o cumprimento dos requisitos exaustivos e apertados exigidos ao longo do art. 313º -C. A do CVM, o legislador europeu prevê a possibilidade de o *research* não ser considerado um benefício ilegítimo caso este seja suportado pelo cliente.

---

<sup>92</sup> Entre os serviços que possuem características próximas do *research* ganham destaque as análises macroeconómicas, as análises no âmbito de uma emissão de valores mobiliários, a intermediação de contactos e a prestação de serviços informativos ou de base de dados económicos ou de mercado. Para um maior aprofundamento desta matéria cfr. TIAGO DOS SANTOS MATIAS, *Research e Inducements...*, p. 46.

<sup>93</sup> ESMA, *Questions and Answers...*, cit. p. 55, questões 4 e 5.

Para que tal aconteça, o art. 313º-C, nº1, alínea b) exige que (i) a conta de pagamento seja financiada por uma comissão específica cobrada ao cliente relativa a recomendações de investimento; (ii) no âmbito da criação de uma RPA destinada a recomendações de investimento e sendo a comissão acordada com os seus clientes, o intermediário defina e avalie periodicamente o orçamento consagrado para *research*; (iii) o intermediário seja responsável pela conta de pagamento e (iv) avalie periodicamente a qualidade das recomendações de investimento adquiridas com base em critérios robustos e na sua capacidade para contribuir para melhores decisões de investimento. Adicionalmente, o intermediário deverá fornecer um conjunto de informações e apresentar um conjunto de elementos elencados no art. 313º, nº2 e 3 do CVM em suporte escrito.

Quanto à natureza da comissão, a partir do momento em que esta é cobrada ao cliente, o montante passa a pertencer ao IF. Este fundo deve ser completamente autonomizado e gerido pelo intermediário e deve ser usado exclusivamente para pagar *research* prestado por uma entidade externa ao cliente. Mesmo que o intermediário opte por recorrer a *outsourcing* para a administração da conta, deve continuar a ser ele o responsável legal pela mesma. De acordo com o nº4 do Art. 313º-C, esta comissão deve basear-se num orçamento consagrado a recomendações de investimento fixado pelo IF e não pode estar relacionada com o volume ou valor das transações executadas em nome dos clientes.

De acordo com a ESMA<sup>94</sup>, este orçamento pode abranger uma multiplicidade de portfólios ou contas de clientes desde que o intermediário tenha estabelecido uma necessidade idêntica a nível de *research* para todos eles, tendo em conta os objetivos de cada um. No entanto, isto não exclui a necessidade de a comissão ser acordada e cobrada a título individual a cada um dos clientes, o que implica a aplicação de um método de cálculo de custos transparente por parte do intermediário e uma explicação de como esse *research* externo pode contribuir para decisões de investimento mais benéficas para o cliente<sup>95</sup>.

A elaboração do orçamento deve ser algo feito ainda na altura de procura pelo *research* adequado aos interesses do cliente, sendo por isso uma estimativa calculada à priori dos gastos que estarão associados aos custos de *research*, e que deve ser regularmente revista.

---

<sup>94</sup> ESMA, *Questions and Answers...*, cit. p. 52, questão 1.

<sup>95</sup> ESMA, *Questions and Answers...*, cit. p. 71, questão 10.

## Conclusões

O ritmo do crescimento dos mercados financeiros e a inovação constante e desenfreada dos mesmos que instigou a crise financeira de 2007, levou a uma obrigação de repensar a filosofia do próprio sistema regulatório. A primeira e segunda Diretivas dos mercados e instrumentos financeiros encontram-se entre os inúmeros diplomas legislativos que consagram uma posição assumidamente mais preventiva e restritiva do legislador europeu face ao comportamento dos intermediários financeiros e à defesa da confiança dos investidores nos mercados financeiros.

A natureza fiduciária da relação de intermediação financeira e a possibilidade intrínseca à própria relação estabelecida entre IF e o cliente de uma sobreposição dos interesses próprios daquele em detrimento dos interesses deste, reforçado pela polifuncionalidade e aumento da ininteligibilidade dos mercados, fez com que estas matérias assumissem uma importância central, na ótica do legislador europeu, face a uma explícita intenção de aumentar o grau de confiança no mercado e de proteção dos investidores, particularmente dos não qualificados.

A lealdade, componente que assume um papel central na relação de confiança estabelecida entre o intermediário e o cliente, passou a beneficiar de normas que lhe concederam uma maior proteção, com uma incisão das normas de conflitos de interesses sobre a organização e estrutura do IF e a sua atuação enquanto prestador de serviços financeiros junto do investidor.

Primeiramente, pudemos concluir que a DMIF I implementou um conjunto de normas de gestão integrada dos conflitos por parte do IF, nomeadamente através da instituição de normas que obrigam à identificação de conflitos de interesse pessoais ou entre clientes; à adoção de medidas de organização preventivas e de transparência ou de divulgação a clientes. Estas normas foram acolhidas na DMIF I N2, diploma no qual a matéria relacionada com o recebimento de benefícios ilegítimos ganhou particular aprofundamento, juntamente com a definição de diligências para identificar e gerir conflitos de interesses na prestação de serviços, bem como estabelecer critérios apropriados para determinar os tipos de conflitos de interesses existentes.

Na DMIF I e DMIF I N2, notamos que o legislador europeu, acolhendo genericamente o princípio de proibição de recebimento de benefícios, optou, contudo, por consagrar um conjunto de situações nas quais o recebimento de determinadas remunerações é possível, sendo que, mesmo nestes casos,

as condições não são absolutamente restritas, privilegiando uma interpretação alicerçada em princípios.

Ainda que o legislador tenha imposto, nestes dois diplomas, obrigações de divulgação de informação quanto ao recebimento deste tipo de benefícios - ainda que legítimos - é na DMIF II que o legislador dá maior aprofundamento, no contexto de conflitos de interesses, aos deveres de adequação, informação, divulgação e abstenção do IF. Assim, relativamente aos deveres de informação e divulgação, em sede de recebimento de matéria de recebimento de benefícios ilegítimos, constatamos que o legislador optou por tornar estes deveres de informação ainda mais circunscritos, obrigando a um maior grau de completude de informação e a uma periodicidade e antecipação da divulgação da mesma. Apesar de o legislador dever ter sempre em conta os custos que estas normas de *compliance* acarretam para o IF, parece-nos que o pendor dado a estas normas é um caminho fundamental para uma colmatação de um certo grau de iliteracia financeira e falta de confiança por parte dos investidores que ainda existe num cosmos tão complexo como é o dos mercados financeiros.

A importância deste equilíbrio revela-se pela opção inovadora a nível da estrutura de mercado em dividir os serviços de aconselhamento prestados ao cliente em dependentes ou independentes, conforme existam benefícios de entidades terceiras ou não. Nesta Segunda Diretiva, o legislador continua a optar por não consagrar uma abolição completa quanto ao recebimento destas comissões, mas antes permiti-las, desde que o investidor tenha plena noção da sua existência e das suas características, mediante o preenchimento de condições mais restritas e um maior nível de concretização normativo como vimos a propósito da figura dos benefícios monetários não significativos.

Parece-nos que este é um caminho bem-intencionado no sentido em que uma limitação absoluta poderia aumentar os custos da prestação de atividade de consultoria para o intermediário ao ponto de causar o efeito perverso de extinguir, ou pelo menos vedar, este serviço aos investidores com menos poder económico. No entanto, duvidamos da adequação desta solução de um ponto de vista prático, decorrente não só da certeza do conhecimento do investidor quanto ao tipo de informação que lhe está a ser prestada, mesmo tendo em conta o aprofundamento dos deveres de informação e divulgação, mas também de um certo grau de abertura demasiado benévolo que o regime dá ao IF para sobrepor os seus interesses aos do cliente. Por esta razão, somos da opinião que seria mais

apropriado o legislador regressar a uma solução unitária e reforçar o grau de proibição, ainda que não de uma forma absoluta, ou, pelo menos, consagrar um certo conjunto de requisitos mais restritivos ao nível da consultoria numa base dependente capazes de restringir mais a possibilidade de desvirtuação dos interesses do cliente.

Adicionalmente, esta solução normativa, apesar de não constituir uma radicalidade ao nível da proibição da admissibilidade destes benefícios, pode ter consequências ao nível da mutação dos modelos de negócios dos intermediários financeiros e dos próprios emitentes de instrumentos financeiros, principalmente numa época de inovação e crescimento tecnológico como a que vivemos nos dias de hoje.

Ao longo do tempo, a produção a nível legislativo tomou um rumo progressivamente mais limitado quanto às possibilidades de permissão de situações em que exista a potencialidade de violação dos interesses do investidor, em geral, vedando a legitimidade de certas matérias fulcrais, como se verificou através da regulação do recebimento de benefícios ilegítimos. Mediante uma postura cautelosa baseada na imposição de limitações relativas, as soluções normativas caracterizam-se por um nível de concretização relativo ao invés da imposição de restrições absolutas, aliado a um grau máximo de exigência no que toca à adequação e divulgação de informação. Salvo determinadas soluções pontuais que contrastam com esta linha prudente, como acabámos de ver a propósito da dicotomia no que respeita à consultoria dependente e independente, parece-nos que a atuação do legislador tem sido apropriada e coerente, nesta matéria, desde a promulgação da Primeira Diretiva, assim como esperamos que assim se mantenha.

## Bibliografia

ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA, *Os Contratos de Intermediação Financeira*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Vol. LXXXV, Almedina, 2007;

BORGES, SOFIA LEITE:

- *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)*, Revista de Direito Das Sociedades 2, Almedina, 2016;
- *A Regulação Geral Do Conflito de Interesses Na DMIF*, Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliários, no. 27, 2007;
- *O Conflito de Interesses Na Intermediação Financeira*, In Conflito de Interesses No Direito Societário E Financeiro - Um Balanço a Partir Da Crise Financeira, CdMVM, 2010;

BUSCH, DANNY:

- *MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms*, Capital Markets Law Journal, 3, 2017;
- *Conduct of Business Rules under MIFID I and II, A Bank's Duty of Care*, Hart Publishing, 2017;

CÂMARA, PAULO:

- *Manual de Direito Dos Valores Mobiliários*, 3º ed., Almedina, 2016;
- *Conflito de interesses no Direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise financeira*, Almedina, 2010;
- *A Regulação baseada em Princípio e a DMIF*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 27, Lisboa, CMVM, 2007;

CARNEIRO DA FRADA, MANUEL, *Crise mundial e alteração das circunstâncias*, ROA III- IV, 2009;

CASAL, NUNO, *Notas sobre os benefícios ilegítimos – Inducements*, CdMVM, 27:1, 2007;

CESR:

- *Inducements under MIFID*, 2007;

- *Inducements: Report on good and poor practices*, 2010.

DELOITTE, *MIFID II: What will be its impact on the fund distribution landscape*, 2016;

ENRIQUES, LUCA e MATTEO GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, In *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 2017;

ESMA:

- *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 2018;
- *ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014;
- <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>;

EUROPEAN COMMISSION:

- *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*, 2010;
- *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*, 2010;

FAZENDA MARTINS, JOSÉ PEDRO, *Deveres Dos Intermediários Financeiros, Em Especial, Os Deveres Para Com Os Clientes E O Mercado*, CdMVM 7, n.º 1, 1999;

FERREIRA GOMES, JOSÉ, *Conflito de Interesses E Benefícios (Inducements) Dos Intermediários Financeiros Perante a MiFID II*, in *O Novo Direito Dos Valores Mobiliários - I Congresso Sobre Valores Mobiliários E Mercados Financeiros*, Almedina, 2017;

GOMES, FÁTIMA, *Contratos de Intermediação Financeira*, In *Estudos Em Homenagem Ao Professor Mário Júlio de Almeida E Costa*, UCP Editora, 2002;

GRUNDMANN, STEFAN e PHILIPP HACKER, *Conflicts of Interest*, in *Regulation of the EU Financial Markets: DMIF II and MiFIR*, OUP Oxford, 2017;

MATIAS, TIAGO DOS SANTOS, *Research e inducements: o que foi não volta a ser. Breve Incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II*, CdMVM 57, 2017;

MENEZES CORDEIRO, A. BARRETO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016;

MOLONEY, NIAHM, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford European Union Law Library, Third Edition, 2014;

MENEZES LEITÃO, LUÍS, *O Contrato de Gestão de Carteiras*, CdMVM 51, 2015;

RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *Aspetos jurídicos da atividade e dos relatórios de análise financeira (Research)*, CdMVM 14, 2002;

PERESTRELO, ANA, *DMIF II e Consultoria Para Investimento: da Compliance à Revisão de Modelos de Negócio*, in *O Novo Direito Dos Valores Mobiliários - I Congresso Sobre Valores Mobiliários E Mercados Financeiros*, Almedina, 2017;

PESSOA JORGE, FERNANDO, *O Mandato Sem Representação*, Almedina, 2001;

SILVERRENTAND, LARISSA, JASHA SPENCER, e LISETTE SIMONS, *Inducements*, in *Regulation of the EU Financial Markets MiFID II and MiFIR*, OUP Oxford, 2017;

SYNOVATE, *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services – Final Report*, 2011.