

Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários

2021

Coordenação:
CMVM



Os contratos de intermediação no Código dos Valores Mobiliários *Vinte Anos Depois**

RUI PINTO DUARTE

SUMÁRIO: 1. Trata-se de um segundo episódio. 2. Síntese das alterações. 2.1. A base eurocomunitária dos principais diplomas de alteração e regras eurocomunitárias diretamente aplicáveis. 2.2. Aspeto sistemático. 2.3. Configuração dos tipos. 2.4. Regras comuns. 2.5. Os deveres de informação em especial. 2.6. Especialidades dos contratos com investidores «não qualificados». 2.7. Elenco e regulação dos contratos em especial. a) O elenco. b) Notas gerais sobre as alterações. c) O caso do contrato de consultoria para investimento. 2.8. Benefícios (*Inducements*). 3. Notas sobre a categoria «contratos de intermediação financeira» (e sobre a categoria «contratos de intermediação»). 4. Notas sobre o contrato de gestão de carteira. 5. A encerrar.

1. Trata-se de um segundo episódio

Em 2000 participei num seminário acerca do então novo Código dos Valores Mobiliários («CVM») – promovido pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, com a colaboração da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) – falando sobre os contratos de intermediação regulados no diploma. Pouco depois, o texto-base dessa intervenção foi publicado no n.º 7 dos *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*.

* Este texto beneficiou de comentários de Hígina Castelo, Carla Dias Pereira, Nuno Casal, Joana Farrajota e Rui Pereira Dias a versões anteriores.

Desafiado a contribuir para a comemoração do vigésimo aniversário da entrada em vigor do CVM, não pude deixar de me lembrar desse escrito. Uma leitura do fim da minha infância impeliu-me a voltar ao tema e manifesta-se no título que dou às páginas que se seguem.

2. Síntese das alterações

2.1. A base eurocomunitária dos principais diplomas de alteração e regras eurocomunitárias diretamente aplicáveis

Um código de um Estado-Membro da União Europeia destinado a regular valores mobiliários é necessariamente muito marcado pelo direito eurocomunitário¹. Já assim era no momento em que o CVM foi aprovado, como o preâmbulo do Dec.-Lei 486/99, de 13 de novembro, exhibe (no nº 23) e nos dias que correm é-o muito mais.

No que respeita a serviços de investimento, o principal diploma eurocomunitário que condicionou a versão primitiva do CVM foi a Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários («DSI»)².

Não causará, pois, estranheza que os principais³ diplomas que introduziram alterações ao CVM quanto a contratos de intermediação tenham sido os que transpuseram as diretivas que sucederam à DSI: o Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro (retificado pela Declaração de Retificação 117-A/2007, de 28 de dezembro) e a Lei 35/2018, de 20 de julho, que efetuaram o essencial da transposição⁴, respetivamente, da DMIF I⁵ (e da Diretiva 2006/73/CE de 10 de Agosto⁶) e da DMIF II⁷ (e Diretiva Delegada (UE) 2017/593⁸).

¹ Tenho usado a palavra «eurocomunitário» para significar «da União Europeia», por entender que «europeu» é demasiado amplo e ambíguo. Estou consciente da imperfeição da palavra que forjei, mas até encontrar melhor...

² Para a localização da DSI no desenvolvimento do direito eurocomunitário, v. *European Capital Markets Law*, edited by Rüdiger Veil, Hart Publishing, 2013 (tradução do original alemão *Europäisches Kapital Markt Recht*), pp. 1 e ss. (páginas essas da autoria do próprio Rüdiger Veil).

³ Houve outras alterações de menor monta, designadamente as resultantes do Dec.-Lei 144/2019, de 23 de setembro.

⁴ A transposição da DMIF I foi realizada também pelo Dec.-Lei 357-B/2007, de 31 de outubro (regime jurídico das sociedades de consultoria para investimento em instrumentos financeiros) e pelo Dec.-Lei 357-C/2007, de 31 de outubro (regime jurídico das sociedades gestoras de mercado regulamentado, das sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral, das sociedades gestoras de câmara de compensação, das sociedades gestoras de sistema de liquidação e das sociedades gestoras de sistema centralizado de valores mobiliários).

⁵ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho

Tais diretivas destinam-se (como se destinava a DSI) primacialmente à regulação dos mercados, mas têm importantes repercussões no campo do direito privado⁹ – ainda que a solução do legislador português consistente na criação de um capítulo destinado a agrupar normas sobre aspetos contratuais pareça ser original.

Cabe ainda referir, de modo sublinhado, que atualmente o direito da União Europeia na matéria também integra regulamentos (de «nível 1» e de nível 2»)¹⁰ – cujos conteúdos se aplicam em simultâneo com o CVM (prevalecendo sobre ele) e têm efeitos no campo do direito privado¹¹. Exemplo mais importante é o Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão de 25 de abril de 2016 «que completa a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva», desenvolvendo as regras da DMIF II, designadamente (por ser o que mais interessa para efeitos deste escrito) no tocante aos deveres dos intermediários que prestam serviços de tomada firme, de colocação, de consultoria e de gestão de carteiras.

e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho.

⁶ Diretiva 2006/73/CE da Comissão «de 10 de Agosto de 2006 que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva».

⁷ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU [entretanto alterada, nomeadamente pela Diretiva (UE) 2016/1034, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016, que também foi transposta pela Lei 35/2018, de 20 de julho].

⁸ Diretiva Delegada (UE) 2017/593, da Comissão, de 7 de abril de 2016, «que complementa a Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários.»

⁹ Para uma síntese da evolução do direito eurocomunitário no tocante à proteção dos investidores (até à DMIF I) dirigida ao modo como normas destinadas à regulação dos mercados penetram na área do direito privado, v. André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Almedina, 2012, pp. 473 e ss. Sobre a evolução do direito eurocomunitário em matéria de valores mobiliários em geral, v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pp. 42 e ss., 12 e 13, 382 e ss. Na literatura estrangeira, v., por exemplo, Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª ed., Oxford University Press, 2014, pp. 327 e ss.

¹⁰ A que há ainda a somar as *guidelines* e os Q&A da ESMA.

¹¹ V. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., cit., pp. 381 e ss.

A existência dessas regras de aplicação direta representa uma importante alteração ao sistema de fontes que existia no momento da publicação do CVM¹².

2.2. Aspeto sistemático

Em 2000, comecei por notar que o título VI do CVM se denominava «Intermediação» e o seu capítulo II «Contratos de Intermediação». Tais aspetos de índole sistemática mantêm-se, mas a Secção I de tal capítulo, intitulada – então como agora – «Regras Gerais», foi expandida, dividindo-se agora em duas subsecções: «Celebração de Contratos de Intermediação» e «Informação Contratual». A isso voltarei, mas adianto que a expansão se centrou na regulação dos deveres de informação.

2.3. Configuração dos tipos

De seguida, apresentei algumas observações sobre a configuração pelo CVM dos tipos de contratos sob análise – quer quanto ao modo pelo qual os preceitos legais previam os tipos, quer quanto a um elemento subjetivo comum a quase todos os tipos: a reserva aos intermediários financeiros do exercício, a título profissional, de atividades de intermediação financeira (art. 289, n.º 2), que apenas não se aplicava à consultoria para investimento (art. 294).

Sobre o segundo aspeto, embora o preceito sobre reserva de atividade tenha sofrido muitas alterações e a regulação da consultoria para investimento também, nada mudou de essencial. No que toca ao primeiro aspeto, referirei adiante as alterações verificadas quanto ao modo de configuração dos tipos (em especial no respeitante ao contrato de consultoria para investimento), quando me debruçar sobre o elenco e a regulação dos contratos em especial.

2.4. Regras comuns

Passei então a analisar as regras declaradamente comuns dedicadas pelo CVM aos vários tipos (constantes da referida Secção I do capítulo objeto de atenção, intitulada «Regras Gerais», mas, como referido, então mais breve), que, acompanhando a lei, dividi nestes quatro grupos:

- Especialidades dos contratos com investidores não institucionais – constantes do art. 321;
- Especialidades dos contratos celebrados fora do estabelecimento – constantes do art. 322;
- Deveres de informação – constantes dos arts. 323 e 312;

¹² V. as considerações de Paulo Câmara sobre as fontes de direito eurocomunitário no tocante a valores mobiliários no *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., cit., pp. 71 e ss.

- Responsabilidade (regulação contratual e prazo de prescrição) – constantes do art. 324.

A versão atual do CVM:

- Mantém sem variações o teor do art. 324 (sobre regulação contratual da responsabilidade e prazo de prescrição da mesma);
- Mantém o essencial do teor do art. 322 (sobre contratos celebrados fora do estabelecimento), pois as alterações introduzidas limitaram-se à substituição de «investidor não institucional» por «investidor não qualificado»¹³ (nos n.ºs 1 e 5), à de «valores mobiliários» por «instrumentos financeiros» (na alínea c) do n.º 3) e à «consultor autónomo» por «consultor para investimento» (no n.º 5);
- Apresenta uma alteração substancial do teor do art. 321 e um novo art. 321-A (sobre as especialidades dos contratos com investidores *menos qualificados* – na versão primitiva do CVM designados «não institucionais» e agora, tendencialmente, «não profissionais»¹⁴);

¹³ A DMIF I remetia a definição de «cliente profissional» para um elenco constante do seu Anexo II (art. 4.º, item 11) e definia «cliente não profissional» como «um cliente que não é um cliente profissional» (art. 4.º, item 12) – o que a DMIF II mantém (no art. 4.º, item 10 e item 11). Sobre as categorias «investidor institucional e «investidor não institucional» no texto primitivo do CVM (e lançando já um olhar sobre a sua alteração em resultado dos trabalhos preparatórios do que veio a ser a DMIF I), v. Isabel Alexandre, «Investidor Institucional, Não Institucional Equiparado e Investidor Comum», in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, 2004, pp. 9 e ss. Sobre a reforma das categorias de investidores do CVM em 2007, logo após a mesma, v. Rafaela Rocha, «Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira Apontamentos sobre o Novo Regime», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, 2007, pp. 97 e ss.

¹⁴ O art. 321 foi primeiro alterado pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, que também criou o art. 321-A. A Lei 35/2018, de 20 de julho, voltou a alterar o art. 321. Para a compreensão dessas alterações, há que ter presente que:

- A versão primitiva do CVM dividia os investidores entre institucionais e não institucionais (art. 30);
- O Dec.-Lei 66/2004, de 24 de março, alterou o elenco dos investidores institucionais (dando nova redação ao art. 30);
- O Dec.-Lei 52/2006, de 15 de março, substituiu a divisão entre investidores institucionais e não institucionais pela divisão entre investidores qualificados e não qualificados (dando nova redação ao art. 30 e a muitos outros preceitos, nomeadamente aos arts. 321 e 322, inseridos no capítulo «Contratos de Intermediação»);
- O Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro (transposição da DMIF I), criou uma divisão tripartida: «investidor não qualificado», «investidor qualificado» e «contraparte elegível» – art. 317, na redação de tal diploma;
- A Lei 35/2018, de 20 de julho (transposição da DMIF II), manteve a tripartição, mas substituiu, no art. 317 e em vários outros, as expressões «investidores não qualificados» e «investidores qualificados» pelas expressões «investidores não profissionais» e «investidores profissionais»;
- No entanto, as expressões «investidores não qualificados» e «investidores qualificados» ainda constam de vários preceitos (arts. 31, n.º 1, 32, 109, 110, n.º 1, 112, n.º 3, 321, n.ºs 3 e 5, 321-A e 322, n.º 5).

- Multiplica (sobretudo por força do Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro) o que constava dos arts. 323 e 312 sobre deveres de informação – sendo certo que na matéria, além do que consta do CVM, há ainda que ter em conta o Regulamento Delegado (UE) 2017/565, designadamente os seus arts. 44 a 51¹⁵.

2.5. Os deveres de informação em especial

A regulação dos deveres de informação merece ser autonomizada, embora seja tão extensa que é inviável expô-la de modo cabal num texto como este. Deixo, no entanto, algumas notas (ou grupos de notas) sobre o que creio ser o principal.

A primeira é para lembrar que a regulação da informação é um aspeto central da regulação dos valores mobiliários (no plano eurocomunitário e, portanto, no português), que transcende em muito a matéria dos contratos de intermediação. Daí resulta que a aplicação das normas sobre contratos de intermediação que respeitam a questões de informação tenha de ser articulada com o conjunto das regras sobre a matéria – com destaque para as constantes do Regulamento Delegado (UE) 2017/565¹⁶.

A segunda (que se desdobra em várias) é a de que são três os lugares do CVM que contém regras sobre informação diretamente relevantes para os contratos de intermediação:

¹⁵ Sobre os deveres de informação dos intermediários financeiros, na literatura portuguesa mais recente, v., entre outros: José Engrácia Antunes, «Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspetos», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 56, abril 2017, pp. 31 e ss.; Manuel A. Carneiro da Frada, «A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou a Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros», in AA.VV. (coord. Paulo Câmara), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* Almedina, 2017, pp. 401 e ss.; Margarida Azevedo de Almeida, «A Responsabilidade Civil de Intermediários Financeiros por Informação Deficitária e Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros», in AA.VV. (coord. Paulo Câmara), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* Almedina, 2017, pp. 411 e ss., e *A Responsabilidade Civil por Prospecto no Direito dos Valores Mobiliários O Bem Jurídico Protegido*, Almedina, 2018, pp. 36 e ss.; Paulo Câmara, «Os Deveres dos Intermediários Financeiros: uma Leitura Luso-Brasileira», in AA.VV. (coord. A. Barreto Menezes Cordeiro e Francisco Satiro), *Direito dos Valores Mobiliários e dos Mercados de Capitais*, Almedina, 2019, pp. 291 e ss.; André Alfar Rodrigues, *Deveres e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, Almedina, 2020; Luís Bandeira, *A Renovada Crise da Dogmática da Autonomia da Vontade Os Contratos de Serviços de Investimento em Instrumentos Financeiros*, Almedina, 2020, pp. 114 e ss., em especial pp. 129 e ss.

¹⁶ Bem como, é claro, com as regras gerais de direito privado (sobre este aspeto, v. Manuel A. Carneiro da Frada, «A Responsabilidade dos Intermediários Financeiros por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros», in AA.VV. (coord. Paulo Câmara), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* Almedina, 2017, pp. 401 e ss.

- O art. 7º, que é o primeiro do Capítulo III («Informação») do Título I do CVM («Disposições Gerais»);
- A Subsecção VIII («Informação a Investidores») da Secção III («Organização e Exercício») do Capítulo I («Disposições Gerais») do Título VI do CVM («Intermediação»);
- A Subsecção II («Informação Contratual») da Secção I («Regras Gerais») do Capítulo II («Contratos de Intermediação») do Título VI do CVM («Intermediação»).

Completando esta nota sobre a sistematização do CVM no que ao aspeto em causa toca, é ainda de acrescentar que:

- Na versão primitiva do CVM não existiam as referidas subsecções da Secção III dos Capítulos I e II do Título VI, embora em tais capítulos surgissem regras sobre informação, mormente nos arts. 312 e 323;
- Apesar do que a sistematização poderia levar a entender, algumas das regras sobre informação a incluir nos contratos estão fora da subsecção intitulada «Informação Contratual».

A terceira nota é breve: dirige-se a realçar que do art. 7º há a reter a regra geral de que a informação respeitante a instrumentos financeiros e às atividades de intermediação financeira deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita e que essa regra mantém no essencial o que o preceito consagrava de início (a principal diferença está em que, onde hoje aparece «instrumentos financeiros», a lei mencionava «valores mobiliários»)¹⁷.

A quarta, que também se desdobra em várias, tem por objeto as regras da Subsecção VIII («Informação a Investidores») da Secção III («Organização e Exercício») do Capítulo I («Disposições Gerais») do Título VI do CVM («Intermediação»), destacando entre elas:

- A de que o intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, que incluam, nomeadamente, o referido no nº 1 do art. 312;

¹⁷ O art. 7º do CVM contém uma proposição normativa incompleta, que se destina a integrar as normas sobre informação que surgem ao longo do diploma. Na formulação de Paulo Câmara, o preceito «[...] não configura uma fonte autónoma de deveres de informação; apenas opera em articulação e em complemento com os normativos que estabelecem deveres de informação para, em relação a estes, disciplinar o critério de qualidade informativa à luz do qual o cumprimento dos deveres de informação é avaliado.» – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., cit., p. 789.

- A de que tais informações devem ser prestadas por escrito, ou seja, em papel salvo nos casos em que possa ser prestada noutra suporte duradouro, nos termos previstos em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 (art. 312, n^{os} 4 e 5) – ou seja, no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, designadamente no seu art. 3^o;
- A de que as informações sobre o custo do serviço têm de ser prestadas periodicamente, pelo menos, anualmente, durante todo o período de duração do investimento (art. 312, n^{os} 8 e 9);
- A existência de regras especiais sobre a informação a prestar no âmbito da consultoria para investimento (art. 312-H), diferenciando os investidores não profissionais – a que se somam regras do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, designadamente as dos seus arts. 9^o, 52 e 53¹⁸;
- A de que o intermediário financeiro deve solicitar ao cliente informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo de instrumento financeiro ou ao serviço considerado, que lhe permita avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos, nos termos previstos na DMIF II e seus atos delegados (art. 314, n^o 1);
- A de que se, com base na informação solicitada ao cliente, o intermediário financeiro julgar que a operação considerada não é adequada ao mesmo, deve adverti-lo, por escrito, para esse facto, devendo o cliente confirmar, por escrito, que recebeu a advertência em causa (art. 314, n^o 2);
- A existência de regras especiais sobre a solicitação de informação ao cliente no âmbito da gestão de carteiras e da consultoria para investimento (art. 314-A).

A quinta tem por objeto as regras da Subsecção II («Informação Contratual») da Secção I («Regras Gerais») do Capítulo II («Contratos de Intermediação») do Título VI do CVM («Intermediação»), havendo destacar nelas:

- A regra de que o intermediário financeiro deve remeter ao cliente, por escrito, relatórios adequados sobre o serviço prestado, tendo em conta o tipo e a complexidade dos instrumentos financeiros em causa e a natureza dos serviços prestados, incluindo os custos das transações e serviços executados em nome do cliente (art. 323, n^o 1);
- A existência de deveres de informação específicos no âmbito da gestão de carteiras e de transações com passivos contingentes (art. 323, n^o 2);

¹⁸ Adiante, a propósito da regulação dos contratos em especial, far-se-á referência à projeção de tais regras no conteúdo dos contratos.

- O dever de o intermediário financeiro, no caso do serviço de gestão de carteiras a cliente não profissional, efetuar uma avaliação periódica do caráter adequado da operação ou serviço e entregar ao cliente um relatório atualizado sobre o modo como a operação ou o serviço corresponde às preferências, objetivos e outras características do cliente (art. 323, n.º 9).

2.6. Especialidades dos contratos com investidores «não qualificados»¹⁹

Também as especialidades dos contratos com investidores «não qualificados» merecem tratamento autónomo.

Somando o que vem de 2000 com o que lhe foi acrescentado (e começando pelos acrescentamentos), as especialidades dos contratos com investidores não qualificados constantes dos dois artigos do CVM declaradamente dedicados à matéria consistem agora em:

- Terem de conter a identificação completa das partes, morada e números de telefone de contacto (art. 321-A, n.º 1, alínea *a*));
- Terem de conter a indicação de que o intermediário financeiro está autorizado para a prestação da atividade de intermediação financeira, bem como do respetivo número de registo na autoridade de supervisão (art. 321-A, n.º 1, alínea *b*));
- Terem de conter a descrição geral dos serviços a prestar, bem como a identificação dos instrumentos financeiros objeto dos serviços a prestar (art. 321-A, n.º 1, alínea *c*));
- Terem de conter a indicação dos direitos e deveres das partes, nomeadamente os de natureza legal e respetiva forma de cumprimento, bem como as consequências resultantes do incumprimento contratual imputável a qualquer uma das partes (art. 321-A, n.º 1, alínea *d*));
- Terem de conter a indicação da lei aplicável ao contrato (art. 321-A, n.º 1, alínea *e*));
- Terem de conter informação sobre a existência e o modo de funcionamento do serviço do intermediário financeiro destinado a receber as reclamações dos investidores bem como da possibilidade de reclamação junto da entidade de supervisão (art. 321-A, n.º 1, alínea *f*))²⁰;
- Terem tendencialmente²¹ de ser celebrados por escrito, estando, porém, vedado aos intermediários financeiros invocar a nulidade resultante

¹⁹ Tenha-se em conta o que consta da nota 14.

²⁰ Todas as regras até agora referidas foram introduzidas pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro.

²¹ A regra refere «Os contratos de intermediação financeira relativos aos serviços previstos nas alíneas *ad*) do n.º 1 do artigo 290.º e *a*) e *b*) do artigo 291.º», que abrangem:

– Serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros consistentes em:

«a) A receção e a transmissão de ordens por conta de outrem;

da inobservância de forma (art. 321, nº 1, cujo conteúdo essencial se mantém)²²;

- Os investidores serem equiparados a consumidores para efeitos do regime das cláusulas contratuais gerais (art. 321, nº 3, cujo conteúdo essencial corresponde ao do primitivo nº 2 do artigo em causa);
- Os intermediários financeiros terem o dever de comunicar previamente à CMVM o teor das cláusulas gerais relativas aos serviços de gestão de carteiras por conta de outrem, concessão de crédito (incluindo o empréstimo de valores mobiliários) para a realização de operações sobre instrumentos financeiros em que intervém a entidade concedente de crédito e elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros (art. 321, nº 4, que alargou o que na versão inicial do CVM constava dos arts. 335, nº 2, e 344, nº 2, quanto ao contrato de gestão de carteira e aos contratos para registo ou depósito);
- A aplicação de um direito estrangeiro não poder privar o investidor da proteção que lhe é dada pelas regras do CVM sobre contratos de intermediação e sobre certos deveres dos intermediários financeiros em matéria de informação, de conflito de interesses e de segregação patrimonial, desde que o investidor resida em Portugal e as operações relevantes devam ter lugar em Portugal (art. 321, nº 5, cujo conteúdo essencial corresponde ao do primitivo nº 3 do artigo em causa).

b) A execução de ordens por conta de outrem;

c) A gestão de carteiras por conta de outrem;

d) Os serviços e atividades de:

i) Tomada firme e colocação com garantia; ou

ii) Colocação sem garantia;»;

- Serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento consistentes em:

«a) O registo e o depósito de instrumentos financeiros, bem como os serviços relacionados com a sua guarda, como a gestão de tesouraria ou de garantias, com exceção do serviço de administração de sistema de registo centralizado de valores mobiliários previsto no ponto 2 da secção A do anexo ao Regulamento (UE) nº 909/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014;

b) A concessão de crédito, incluindo o empréstimo de valores mobiliários, para a realização de operações sobre instrumentos financeiros em que intervém a entidade concedente de crédito;».

Ao constante do CVM há que somar o determinado no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, designadamente no seu art. 58.

²² Sobre a exigência de forma escrita para a celebração de contratos de intermediação financeira e o regime da invalidade resultante da sua inobservância, v. Luís Bandeira, *A Renovada Crise da Dogmática da Autonomia da Vontade Os Contratos de Serviços de Investimento em Instrumentos Financeiros*, cit., pp. 164 e ss. e 184 e ss.

A tais regras, porém, somam-se outras, introduzidas pelos diplomas referidos, que, embora dirigidas primacialmente ao exercício das atividades, relevam para as especialidades dos contratos com investidores «não qualificados». É o caso do n^o 1 do art. 306-E²³: «O intermediário financeiro não pode celebrar acordos de garantia financeira com transferência de titularidade com investidores não profissionais como forma de garantir obrigações desses clientes, incluindo obrigações futuras ou potenciais.».

Comentando brevemente as novidades introduzidas em 2007, exprimo as seguintes opiniões, provavelmente polémicas:

- A descrição geral dos serviços a prestar parece impor-se independentemente de preceito legal que expressamente o exija;
- A indicação dos direitos e deveres das partes de natureza legal é uma exigência insuscetível de ser cumprida nos seus exatos termos, pois tais direitos e deveres não formam uma série fechada;
- A indicação da forma (?) de cumprimento dos direitos e deveres das partes é outra exigência insuscetível de ser cumprida nos seus exatos termos, pois os comportamentos por meio dos quais as partes cumprem variam em função de inúmeros fatores;
- A indicação das consequências resultantes do incumprimento contratual imputável a qualquer uma das partes parece uma intromissão injustificada na liberdade contratual e um convite à estipulação (substancialmente falando, pelos intermediários financeiros) de cláusulas penais – que, as mais das vezes, contêm incentivos perversos (os contratos equilibrados e bem planeados tendem a, quanto a incumprimento, só precisar de regular os pressupostos da resolução²⁴).

2.7. Elenco e regulação dos contratos em especial

a) O elenco

Em 2000, tracei o seguinte elenco dos contratos de intermediação regulados em tal capítulo do CVM:

- Contrato de gestão de carteira – regulado nos arts. 332 a 336;
- Contrato de assistência – regulado no art. 337;

²³ Introduzido pela Lei 35/2018, de 20 de julho, para cumprir o art. 16, n^o 10, da DMIF II (justificado no seu considerando 52). Não pode passar sem realce que esse art. 16 tem a epígrafe «Requisitos em matéria de organização» e que a regra em causa é expressamente qualificada como um requisito de tal natureza no n^o 1 do artigo.

²⁴ Dar às questões do incumprimento papel relevante no texto de um contrato é honrar Chicanneau ... e aumentar as probabilidades de haver incumprimento. A melhor prevenção do incumprimento é o desejo bilateral do cumprimento, fomentado pela composição equilibrada dos interesses.

- Contrato de colocação, com a submodalidade de colocação com garantia – regulado nos arts. 338 e 340;
- Contrato de tomada firme – regulado no art. 339;
- Contrato para registo ou depósito – regulado nos arts. 343 e 344;
- Contrato de consultoria para investimento – regulado no art. 345.

Expliquei, então, que deixava as ordens fora do objeto de atenção, pois, embora possam dar lugar a contratos, são negócios unilaterais. Não expliquei – o que agora faço – que, se (o que será raro) as ordens não forem enquadradas por um dos contratos tipificados no CVM ou por um «contrato bancário geral» (em Portugal, normalmente ancorado num contrato dito «de abertura de conta» ou num contrato de depósito à ordem)²⁵, terão de ser enquadradas por um contrato não reconduzível aos tipos nominados no CVM.

b) Notas gerais sobre as alterações

O elenco mantém-se, mas o tratamento de três dos seis tipos (contrato de gestão de carteira, contrato para registo ou depósito e contrato de consultoria para investimento) alterou-se significativamente.

O art. 337, relativo ao contrato de assistência, foi «retocado». O Dec-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, alterou ligeiramente a alínea *b*) do seu n.º 2: onde se lia «Preparação e apresentação do pedido de registo na CMVM», passou a ler-se «Preparação e apresentação do pedido *de aprovação de prospeto ou de registo prévio na CMVM*» (foram acrescentadas as palavras em itálico).

Os arts. 338 e 340, relativos ao contrato de colocação, mantêm a redação de origem.

O art. 339, relativo ao contrato de tomada firme, mantêm a redação de origem.

No resto (contrato de gestão de carteira, contrato para registo ou depósito e contrato de consultoria para investimento), houve, como adiantei, mudanças grandes – introduzidas pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, pela Lei 35/2018, de 20 de julho, e (muito menos relevantes) pelo Dec.-Lei 144/2019, de 23 de setembro.

Tais mudanças atingiram diretamente os preceitos que versavam os contratos em causa, mas consistiram sobretudo na criação de novos preceitos – que, de um modo ou de outro, condicionam a celebração de contratos de tais tipos.

²⁵ V., entre outros, António Menezes Cordeiro (com a colaboração de A. Barreto Menezes Cordeiro), *Direito Bancário*, 6.ª ed., Almedina, 2016 (1.ª ed. de 1998), pp. 539 e ss., António Pedro de Azevedo Ferreira, *A Relação Negocial Bancária Conceito e Estrutura*, Quid Juris, 2005, pp. 485 e ss. e 681 e ss., e *Direito Bancário*, 2.ª ed. (1.ª ed. de 2005), Quid Juris, 2005, pp. 412 e ss. e 623 e ss., Paulo Olavo Cunha, *Cheque e Convenção de Cheque*, Almedina, 2009, pp. 383 e ss., e L. Miguel Pestana de Vasconcelos, *Direito Bancário*, 2.ª ed., Almedina, 2019 (1.ª ed. de 2017), pp. 73 e ss.

Começo por fazer algumas notas sobre as alterações aos preceitos que versavam os contratos em causa.

Por força do Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, os arts. 332 e 334 deixaram de ter por objeto o contrato de gestão de carteira. Os arts. 335 e 336 continuaram a regulá-lo, mas também os seus conteúdos mudaram:

- O n.º 1 do art. 335 (artigo dedicado à definição do âmbito da figura) herdou o essencial do primitivo n.º 1 do art. 332 (com a expressão «valores mobiliários» substituída pela expressão «instrumentos financeiros»);
- O art. 336 recebeu o que era o conteúdo do art. 334 (sobre ordens vinculativas).

Quanto ao contrato para registo ou depósito, o Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro:

- Revogou os n.ºs 2, 3 e 4 do art. 343 e os dois números do art. 344;
- Deu nova redação ao único preceito de tais artigos que aparentemente resta: o n.º 1 do art. 343, que se limita a estabelecer «O contrato deve determinar o regime relativo ao exercício de direitos inerentes aos instrumentos financeiros registados ou depositados.».

c) O caso do contrato de consultoria para investimento

O que se passou com o contrato de consultoria para investimento exige mais palavras.

Na sua versão primitiva, o capítulo dedicado pelo CVM aos contratos de intermediação compreendia uma secção intitulada «consultoria para investimento» (a VI), composta apenas pelo art. 345²⁶. Em 2000, observei, além do mais, que:

- O CVM não descrevia o tipo contratual «consultoria para investimento»;
- Do nome adotado resultava que prestação característica do contrato teria de ser um serviço consistente em informações, estudos ou conselhos sobre valores mobiliários ou sobre outros aspetos que possam determinar decisões de investimento em valores mobiliários;
- A atividade em causa não estava reservada a intermediários financeiros, pois o art. 294 estabelecia que a atividade podia ser exercida quer por intermediários financeiros quer por «consultores autónomos»;
- Resultava do art. 301 que o exercício da atividade dos «consultores autónomos» dependia de autorização da CMVM e estava reservada a pessoas singulares que demonstrassem aptidão profissional e meios materiais suficientes.

²⁶ Sobre a consultoria para investimento no texto primitivo do CVM (embora não centrado na sua dimensão contratual), v. Alexandre Lucena e Vale, «Consultoria para Investimento em Valores Mobiliários», in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, 2004, pp. 343 e ss.

O art. 345 foi revogado pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, mas isso não significa que o tipo contratual em causa tenha sido banido²⁷. Há apenas um modo diverso de o regular, que agora, ainda mais do que na versão primitiva do CVM, resulta de regras dirigidas ao exercício da atividade consultoria.

Por detrás da evolução do CVM esteve a mudança do modo como a consultoria para investimento era regulada no direito eurocomunitário ao tempo da publicação do CVM e o modo como o passou a ser na DMIF I; enquanto na Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários («DSI») os «conselhos de investimentos» (para usar a expressão da versão portuguesa) eram um serviço auxiliar (Anexo, Secção C, item 6), na DMIF I (e na DMIF II), tal atividade passou a ser um serviço ou atividade de investimento (Anexo I, Secção A, item 5), embora o art. 3º, nº 1, da DMIF I tenha permitido (*condicionadamente*) aos Estados-Membros não aplicar as suas exigências a atividades de consultoria para investimento de âmbito restrito (o que o art. 3º, nº 1, da DMIF II mantém).

O legislador português usou e usa essa permissão dada pelo legislador eurocomunitário, conforme resulta do art. 294, agora no nº 4: «A consultoria para investimento pode ser exercida: [...] b) Por consultores para investimento autónomos, relativamente a valores mobiliários.». Do art. 301, nº 2, resulta que a qualidade em causa só pode ser reconhecida a pessoas singulares («idóneas que demonstrem possuir qualificação e aptidão profissional, de acordo com elevados padrões de exigência, adequadas ao exercício da atividade e meios materiais suficientes, incluindo um seguro de responsabilidade civil»).

Em obediência aos condicionamentos da permissão, o CVM contém várias outras regras sobre o exercício da atividade por não intermediários financeiros, de que há a destacar:

- A limitação da atividade a valores mobiliários (art. 294, nº 4, e 301, nº 7);
- O dever de registo na CMVM (art. 301, nº 1)²⁸;
- Estarem-lhes reservadas as designações «consultor para investimento independente» e «consultoria para investimento independente» (art. 301, nº 7).

²⁷ V. Sofia Leite Borges, «A Consultoria para 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*, ano VIII (2016), nº 2, pp. 279 e ss., e Ana Perestrelo de Oliveira, «DMIF II e Consultoria para Investimento: da *Compliance* à Revisão de Modelos de Negócio», in AA.VV. (coord. Paulo Câmara), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* Almedina, 2017, pp. 217 e ss. (textos anteriores à transposição da DMIF II).

²⁸ Matéria objeto do Regulamento da CMVM 7/2007 (repblicado pelo Regulamento 12/2018).

O art. 345 do texto primitivo do CVM referia-se à chamada consultoria personalizada (por contraposição à consultoria genérica, tendencialmente acessória de outros serviços de intermediação) – exercível quer por intermediários financeiros quer por «consultores autónomos», mas talvez mais vulgarmente exercida pelos segundos, por ser um espaço de prestação de serviços de intermediação aberto a quem não é intermediário financeiro. A definição de «consultoria para investimento» usada na DMIF I e na DMIF II (em ambos os textos, no art. 4.º, n.º 1, item 4), transcrita no art. 294, n.º 1, do CVM, tinha e tem outrossim em vista esse tipo de consultoria: «prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transações respeitantes a instrumentos financeiros».

É essa atividade que é exercida (por intermediários financeiros ou por «consultores autónomos») mediante um contrato de intermediação típico – cujos traços resultam de vários preceitos do CVM.

Entre esses preceitos, além dos constantes dos art. 294 e 301, estão segmentos do já referido art. 312-H, que (em transposição do art. 24, n.º 4, alínea *a*) da DMIF II) contém regras especiais sobre informação a prestar no âmbito da consultoria para investimento. Na verdade, várias delas projetam-se no conteúdo dos contratos, como, por exemplo, as que exigem a clarificação de o serviço ser prestado a título de consultoria para investimento independente ou não (n.º 1, alínea *a*) e de se será apresentada ao investidor uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros recomendados (n.º 1, alínea *c*)).

Sobre as variantes da consultoria que se podem repercutir no conteúdo do tipo contratual em causa, há a acrescentar que a DMIF II e a Diretiva 2017/593 preveem regras diferentes para a consultoria para investimento exercida «de modo independente» e para a exercida «de modo não independente» [designadamente no que se refere à licitude de recebimento de benefícios («*inducements*») de terceiros como se verá no (sub)número seguinte]. Embora a noção de independência não apareça definida, parece claro que a mesma se refere à ligação da consultoria com outros interesses do prestador, designadamente enquanto emitente ou comercializador de instrumentos financeiros ou resultantes de relações de «proximidade» com emitentes ou comercializadores de instrumentos financeiros.

O CVM recebe a diferenciação da consultoria para investimento exercida «de modo independente» no n.º 7 do art. 294, que estabelece:

«7 – Na prestação de serviços de consultoria para investimento independente, o intermediário financeiro:

a) Avalia uma gama suficientemente diversificada de instrumentos financeiros disponíveis no mercado quanto ao tipo e aos emitentes ou distribuidores, de

modo a garantir que os objetivos de investimento do cliente são adequadamente satisfeitos, nos termos previstos em regulamentação e atos delegados da Diretiva 2014/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014;

- b) Não pode limitar-se a instrumentos financeiros emitidos ou comercializados:
- i) Pelo próprio intermediário ou por entidade com a qual esteja em relação de domínio ou de grupo, ou em que uma das entidades detenha, direta ou indiretamente, participações no capital da outra correspondentes a pelo menos 20 % dos direitos de voto ou do capital;
 - ii) Por outras entidades com as quais o intermediário financeiro tem estreitas relações jurídicas ou económicas, tais como relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado.»

2.8. Benefícios («*Inducements*»)

Trata-se de mais um conjunto de normas de índole essencialmente regulatória – não existente na versão primitiva do CVM –, que também tem consequências no conteúdo dos contratos ou na sua negociação. Daí ser aqui referida.

Desenvolvendo regras constantes do art. 19 da DMIF I, a Diretiva 2006/73/CE da Comissão, de 10 de agosto de 2006, estabeleceu que:

- Os Estados-Membros exigiriam aos intermediários financeiros que dispusessem de mecanismos concebidos para assegurar que as empresas de investimento, os analistas financeiros e outras pessoas relevantes envolvidas na elaboração de estudos de investimento não aceitassem incentivos [também designados «benefícios» – «*inducements*» na versão inglesa] proporcionados por detentores de interesse significativo na matéria objeto dos estudos de investimento (art. 25, n.º 2, alínea c));
- Os Estados-Membros assegurariam que as empresas de investimento não fossem consideradas como atuando de forma honesta, equitativa e profissional e em função do interesse de um cliente se, relativamente à prestação de um serviço ao cliente, recebessem ou pagassem qualquer remuneração ou comissão ou proporcionassem ou obtivessem 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 estes 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 satisfeitas certas condições;
 - c) Remunerações adequadas necessárias para a prestação de serviços de investimento, tais como custos de custódia, comissões de compensação e troca, taxas obrigatórias ou despesas de contencioso, e, devido à

sua natureza, insuscetíveis de dar origem a conflitos com o dever da empresa de atuar de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a servir o interesse dos seus clientes. (art. 26)²⁹.

Tais regras foram transpostas para o CVM pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, que, na Secção III do Capítulo I do Título I do CVM, criou uma subsecção (a IX, intitulada «Benefícios ilegítimos») dedicada à proibição do pagamento a terceiros e do recebimento de terceiros pelos intermediários financeiros de certos benefícios («*inducements*»)³⁰.

A DMIF II manteve e ampliou as regras sobre benefícios (mormente no art. 24, n.º 9)³¹, que a Diretiva 2017/593 desenvolveu (nos arts. 11 a 13).

²⁹ Os considerandos justificativos das regras tinham o seguinte teor:

«39) Para efeitos das disposições da presente diretiva relativas a incentivos, a obtenção por uma empresa de investimento de uma comissão associada a serviços de consultoria de investimento ou a recomendações gerais, em circunstâncias em que esses conselhos ou recomendações não são distorcidos em resultado da obtenção de uma comissão, deve ser considerada como estando destinada a reforçar a qualidade dos serviços de consultoria de investimento prestados ao cliente.

(40) A presente directiva condiciona a concessão ou o benefício de determinados incentivos por parte das empresas de investimento a condições específicas e apenas aos casos em que os mesmos sejam divulgados ao cliente, sejam concedidos pelo cliente ou por outra pessoa em nome do cliente ou beneficiem o cliente ou outra pessoa em nome do cliente.».

³⁰ Sobre o regime da DMIF I e da Diretiva 2006/73/CE, bem como sobre a sua transposição pelo Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, v. Nuno Casal, «Notas sobre os Benefícios Ilegítimos – *Inducements*», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, 2007, pp. 90 e ss.

³¹ Creio que mais interessante do que transcrever aqui os preceitos da Diretiva é transcrever os considerandos que os justificam, pela evolução que mostram relativamente aos da DMIF I, reproduzidos em nota anterior:

«74) A fim de reforçar a proteção dos investidores e aumentar a clareza para os clientes quanto ao serviço que recebem, é igualmente conveniente limitar a possibilidade de as empresas que prestam os serviços de consultoria para investimento a título independente e o serviço de gestão de carteiras aceitarem e reterem remunerações, comissões ou outros benefícios pecuniários e não pecuniários provenientes de terceiros e, em especial, de emitentes ou prestadores de serviços. Tal implica que todas as remunerações, comissões e benefícios pecuniários pagos ou prestados por um terceiro deverão ser devolvidos integralmente ao cliente logo que possível após receção destes pagamentos pela empresa e que a empresa não deverá ser autorizada a compensar quaisquer pagamentos de terceiros no quadro das remunerações devidas pelo cliente à empresa. O cliente deverá ser informado de forma precisa e, se for caso disso, periódica, de todas as remunerações, comissões e benefícios que a empresa recebeu no contexto do serviço de investimento prestado ao cliente e que lhe foram transferidas. As empresas que fornecem aconselhamento independente ou gestão de carteiras deverão também, no quadro dos seus requisitos em matéria de organização, instituir uma política que garanta que os pagamentos recebidos de terceiros são concedidos ou transferidos aos clientes. Apenas deverão ser autorizados benefícios não monetários não significativos, desde que sejam claramente comunicados ao cliente, possam melhorar a qualidade do serviço prestado e não possam ser considerados suscetíveis de comprometer a capacidade das empresas de investimento de agirem nos melhores interesses dos seus clientes.

A versão atual da subsecção do CVM dedicada aos «**benefícios ilegítimos**» resulta da Lei 35/2018, de 20 de julho, que, em transposição da DMIF II, introduziu alterações ao regime criado em 2007³².

São agora quatro artigos dedicados ao problema:

- Os dois primeiros (313 e 313-A) são de índole genérica, definindo que benefícios são em geral ilegítimos e legítimos e impondo deveres de divulgação;
- O terceiro (313-B) define os benefícios ilegítimos na consultoria para investimento independente e na gestão de carteiras;
- O quarto (313-C) define os benefícios legítimos quanto a recomendações de investimento.

Entre as projeções no conteúdo dos contratos ou na sua negociação das regras que aí surgem estão as seguintes:

- A do nº 2 do art. 313, que permite benefícios na generalidade dos contratos de intermediação se a existência, a natureza e o montante dos mesmos (ou, se o montante não puder ser determinado, o seu método de cálculo), forem divulgados ao cliente, de modo completo, verdadeiro e claro, cumprindo alguns requisitos, incluindo a prestação de certas informações durante a execução dos contratos (alínea *c*);

(75) Quando presta os serviços de consultoria para investimento a título independente e o serviço de gestão de carteiras, as remunerações, comissões ou outros benefícios não pecuniários pagos ou fornecidos por uma pessoa em nome do cliente só deverão ser autorizados desde que a pessoa estiver ciente de que esses pagamentos foram efetuados em seu nome e que o montante e a frequência de qualquer pagamento são acordados entre o cliente e a empresa de investimento e não são determinados por um terceiro. Os casos que sejam consentâneos com esta exigência incluem uma situação em que um cliente pague diretamente uma fatura da empresa ou em que esta seja paga por um terceiro independente que não possui qualquer relação com a empresa de investimento no que respeita ao serviço de investimento fornecido ao cliente e que atua unicamente mediante instrução do cliente e os casos em que o cliente negocie a remuneração por um serviço fornecido por uma empresa de investimento e pague estas remunerações. Tal é normalmente o caso de contabilistas ou de advogados que atuam em conformidade com instruções de pagamento claras do cliente ou quando uma pessoa atua como mero intermediário do pagamento.».

³² Sobre o regime dos *inducements* na DMIF II, v. os comentários de Martin Brenncke aos arts. 23 e ss. de tal Diretiva, in Matthias Lehmann e Christoph Kumpan (editors), *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules*, Hart Publishing, 2019 (estando o texto de Martin Brenncke disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3014392>). Na nossa literatura, sobre o mesmo tema, bem como sobre a transposição de tal regime pela Lei 35/2018, de 20 de julho, v. Bernardo Maria Gentil Martins Cortes, *O Regime dos Inducements à Luz da DMIF II*, tese de mestrado apresentada à Universidade Católica Portuguesa, 2019, disponível em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/28423/1/Tese%20Vers%C3%A3o%20Final.pdf>

- A do nº 2 do art. 313-B, que impõe aos intermediários financeiros que prestem serviços de gestão de carteiras ou de consultoria para investimento numa base independente o dever de devolver aos seus clientes quaisquer remunerações, comissões ou benefícios monetários pagos ou concedidos por qualquer terceiro, ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro, em relação aos serviços prestados a esse cliente, bem como o dever de prestar informação sobre tal matéria (alíneas *a*) e *c*));
- A do nº 7 do art. 313-C, que impõe que o intermediário financeiro acorde «com o cliente, no contrato com o mesmo ou nas condições gerais, a comissão relativa a recomendações de investimento orçamentada e a frequência com que a comissão específica relativa a recomendações de investimento será deduzida dos recursos do cliente ao longo do ano».

3. Notas sobre a categoria «contratos de intermediação financeira» (e sobre a categoria «contratos de intermediação»)

Quando escrevi o meu texto de 2000, não havia (difícilmente poderia haver) doutrina sobre os contratos de intermediação regulados no CVM.

Nestes 20 anos muitas páginas se escreveram. Em livros, revistas e dissertações universitárias apenas disponíveis nos repositórios das instituições a que foram apresentadas. Alguns desses textos traçaram panoramas do regime da categoria «contratos de intermediação financeira»³³, embora a maior parte tenha sido dirigida apenas a um certo aspeto de tal regime ou a um tipo contratual.

Começo por me deter na categoria «contratos de intermediação financeira».

Em 2000, usei a expressão «Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários», sem adjetivar a intermediação. Fi-lo de caso pensado. Por um lado, tal adjectivação não aparecia (e não aparece) no nome do Capítulo II do Título VI do CVM³⁴ e, por outro lado, julguei que há tipos contratuais não

³³ A título de exemplos, lembro: Fátima Gomes, «Contratos de Intermediação Financeira: Sumário Alargado», in *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pp. 565 e ss., José Queirós de Almeida, «Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 24, novembro 2006, pp. 291 e ss., e José Engrácia Antunes, «Os Contratos de Intermediação Financeira», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, vol. LXXXV, 2009, pp. 277 e ss. (o texto em causa integra, na sua substância, o livro do Autor *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, 2009, a pp. 573 e ss.). Também com visões panorâmicas dos tipos contratuais em causa, mas sem usar a expressão «contratos de intermediação financeira», v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., cit., pp. 503 e ss. (na 1ª ed., de 2009, v. pp. 438 e ss.) e A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, 2019, pp. 322 e ss. (na 1ª ed., de 2016, v. pp. 313 e ss.)

³⁴ Nem no nº 18 do preâmbulo do CVM, em que o legislador expôs as suas intenções quanto à regulação da categoria.

abrangidos pelo CVM que merecem ser denominados «contratos de intermediação financeira».

Apesar de não ter reбуço em acompanhar a terminologia que se foi formando, julgo que vale a pena refletir sobre ela.

Em primeiro lugar, sublinho que o que define a categoria é a expressão «intermediação financeira», que não tem significado jurídico preciso. Sobre ela se pode escrever o que Carlos Ferreira de Almeida escreveu sobre a expressão «intermediação no mercado de valores mobiliários», antes do CVM: «Este conceito é de inspiração económico-financeira, não correspondendo a qualquer categoria ou agregado conhecido no vocabulário do direito comum»³⁵.

Em segundo lugar, noto que a expressão é rigorosa se for definida como o faz José Engrácia Antunes: «negócios celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de actividades de intermediação financeira»³⁶ – mas apenas se se der a «actividades de intermediação financeira» o sentido de actividades como tal qualificadas no CVM. Isso, porém, equivale a dar uma definição puramente formal, cujo conteúdo variará em função do que o CVM vá qualificando como «actividades de intermediação financeira».

Numa perspetiva substancial, parece-me claro que há contratos de intermediação na área financeira que não são abrangidos pelo CVM. Exemplo disso são os contratos de intermediação de crédito regulados no Dec.-Lei 81-C/2017, de 7 de julho, em transposição (parcial) da Diretiva 2014/17/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de fevereiro de 2014, relativa aos contratos de crédito aos consumidores para imóveis de habitação³⁷.

No diploma em causa tem papel central o «contrato de intermediação» – que o seu art. 3º, alínea e), define como «contrato celebrado entre um consumidor e um intermediário de crédito não vinculado, através do qual são estabelecidos os termos e condições da prestação de serviços de intermediação de crédito». Parece indiscutível que tais contratos são, do ponto de vista substancial, de «intermediação financeira» e não estão sujeitos ao CVM.

Quanto aos contratos de intermediação de crédito celebrados com «não consumidores», parece outrossim que também não estão sujeitos às regras do CVM sobre contratos de intermediação. Aliás, a prestação de serviços de intermediação de crédito a «não consumidores» parece uma atividade livre – desde que não compreenda serviços qualificados como «serviços e actividades de investimento

³⁵ «As Transacções de Conta Alheia no âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários», in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 292.

³⁶ V. José Engrácia Antunes, «Os Contratos de Intermediação Financeira», cit. p. 281 (no também citado *Direito dos Contratos Comerciais*, p. 573).

³⁷ O restante – a maior parte – da Diretiva está transposta no Dec.-Lei 74-A/2017, de 23 de junho.

em instrumentos financeiros» (mormente a consultoria para investimento³⁸) ou como «serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento» (mormente «a elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros» e «a consultoria sobre a estrutura de capital, a estratégia industrial e questões conexas, bem como sobre a fusão e a aquisição de empresas»³⁹).

Poder-se-á, pois, usar a expressão «contratos de intermediação financeira» para designar os contratos de intermediação regulados no CVM, mas com consciência de que a expressão, atribuindo às palavras o seu sentido comum, é demasiado lata.

Por outro lado, a expressão «contratos de intermediação» levanta a questão de saber se os contratos regulados no CVM são reconduzíveis a uma categoria mais geral assim designada.

Fora da área financeira, a categoria «contratos de intermediação» é objeto de frequentes alusões, mas não tem papel de relevo, pelo menos sob tal nome⁴⁰. Alguns autores consideram que ela tem contornos demasiado vagos. Hígina Castelo, numa das vezes que abordou o problema, escreveu que «Um conceito de intermediário com utilidade do ponto de vista jurídico não deve ser mais extenso que aquele que encontramos na Convenção da Haia de 1978, e que abrange quem, de forma habitual ou ocasional, pratica atos dirigidos à aproximação de pessoas com necessidades complementares de bens ou serviços e à preparação de futuros contratos a celebrar entre elas, podendo incluir a conclusão desses contratos pelo intermediário em representação ou por conta de uma dessas pessoas»⁴¹. No entanto, algum uso é dado à categoria.

Entre os Autores⁴² que o fazem estão Maria Helena Brito⁴³, António Pinto Monteiro⁴⁴, Carlos Lacerda Barata⁴⁵ Fernando A. Ferreira Pinto⁴⁶ e a própria Hígina Castelo⁴⁷.

³⁸ Cfr. art. 290, n.º 1, alínea f), do CVM.

³⁹ Cfr. art. 291, alíneas c) e d), do CVM.

⁴⁰ Carlos Ferreira de Almeida, ao estudar a categoria «contratos de distribuição», nota que os contratos nela inseridos são às vezes também designados pela expressão «contratos de intermediação» – *Contratos III Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, 3.ª ed., Almedina, 2019, p. 144.

⁴¹ «O Intermediário de Crédito – Exercício da Atividade à Luz do Decreto-Lei n.º 81-C/2017, de 7 de Julho», in *Revista do Ministério Público* n.º 156, ano 39, out-dez 2018, p. 64.

⁴² A seleção recai sobre obras escritas na vigência do atual Código Civil que tenham usado o conceito de intermediação para formar uma categoria de contratos. Para o uso da ideia de intermediação no plano dos sujeitos, v., por exemplo, Manuel Januário [Costa] Gomes, «Da Qualidade de Comerciante do Agente Comercial», in *Boletim do Ministério da Justiça* n.º 313, fevereiro 1982, pp. 17 e ss.

⁴³ No que julgo ter sido o seu primeiro texto em que o fez, escreveu: «O mediador é o intermediário cuja função consiste em pôr em contacto duas ou mais partes interessadas em realizar uma operação, na maioria das vezes comercial. Desenvolve uma actividade de carácter material e preparatório,

limitando-se a facilitar a conclusão de contratos, em que não intervém. Exerce essa actividade em seu nome pessoal, mas no interesse de ambas as partes. Por isso o mediador é neutro e imparcial. Esta característica de imparcialidade reflecte-se na forma de remuneração que, frequentemente, incumbe a ambas partes. A mediação e a agência apresentam entre si algumas afinidades, porquanto ambas implicam uma *actividade de intermediação* para a conclusão de contratos, que dá direito ao pagamento de uma comissão.» («O Contrato de Agência», in AA.VV., *Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Almedina, 1988, pp. 123 e 124, itálico acrescentado). Nas suas teses de mestrado e de doutoramento, aprofundou a ideia de intermediação: v. *O Contrato de Concessão Comercial Descrição, Qualificação e Regime Jurídico de um Contrato Socialmente Típico*, Almedina, 1990, nomeadamente pp. 118 e ss., e *A Representação nos Contratos Internacionais*, Almedina, 1998, pp. 392 e ss.

⁴⁴ Com as seguintes palavras: «23.3 **Contrato de mediação** Já sabemos que o agente actua de modo *estável*, no âmbito de uma relação duradoura que estabelece com o principal, obrigando-se a *promover* os negócios deste e a defender os seus *interesses*. Diferentemente se passam as coisas com o mediador, pese embora os pontos que apresentam em comum. Com efeito, o contrato de mediação tem de comum com o de agência o facto de em ambos alguém actuar como *intermediário*, procurando que determinado negócio venha a concretizar-se e preparando a sua conclusão.» (*Contratos de Distribuição Comercial*, Almedina, 2001, p. 101, itálico e negrito no original).

⁴⁵ Sobretudo neste trecho: «Na verdade, no processo de formação do contrato, amiúde, são chamados a intervir, formal ou materialmente, outros sujeitos, para além das próprias partes. De entre esses sujeitos, avultam aqueles que desempenham o papel de pôr em contacto os dois futuros e eventuais contraentes, aproximando-os, com vista à celebração do(s) contrato(s). São *intermediários* ou *mediadores*, em sentido amplo: “preparadores” de contratos, em cuja celebração – tipicamente – não intervém. 1.2. O mediador é um intermediário. Mas a categoria ampla dos *intermediários* abrange ainda outras e diversas figuras: o representante, o agente, o mandatário, o comissário, o concessionário, o promotor ocasional de negócios, o núncio, etc..» [«Contrato de Mediação», in AA.VV., *Estudos do Instituto de Direito do Consumo* (coord. Luís Menezes Leitão), Almedina, 2002, p. 186, itálico no original].

⁴⁶ *Contratos de Distribuição Da Tutela do Distribuidor Integrado em Face da Cessação do Vínculo*, Universidade Católica Editora, 2013, pp. 17 e ss.

⁴⁷ Nomeadamente em vários passos da sua tese de doutoramento, de que são exemplos os seguintes: «Mesmo cingindo-nos ao domínio dos contratos, o termo *mediação* anda associado a várias realidades que, por vezes, extravasam o modelo contratual objeto desta dissertação. Deparamo-nos ocasionalmente com a utilização da expressão *contrato de mediação* num sentido lasso, de contrato que desempenha uma função de intermediação, que aproxima pessoas com necessidades complementares, nomeadamente de oferta e de procura de bens ou serviços, independentemente de todas as demais características de que se revista. Este sentido frouxo, esbatido, e também abrangente, é propiciado pela existência de diplomas legais que regulam atividades que designam por *mediação* ou *intermediação* e que se desenvolvem através de diferentes modelos contratuais, aos quais correspondem regimes jurídicos diferenciados (desenvolvimento no capítulo 2). No curso da História, a corretagem foi uma atividade mercantil que podia ter na sua base contratos em que o corretor se limitava à aproximação de partes num futuro contrato no qual não intervinha, mas também contratos de comissão e outras prestações de serviços (desenvolvimento no capítulo 3). [...] Para o conjunto dos contratos em que uma das partes desenvolve uma atividade com vista à celebração de um contrato em que não é parte ou em que apenas o será por conta alheia, reservo a expressão *contratos de intermediação*.» (*O Contrato de Mediação*, Almedina, 2014, pp. 15 e 16).

Parece-me claro que no campo dos contratos comerciais (no sentido restrito atrás assinalado) a categoria «contratos de intermediação», pese embora a sua generalidade e fluidez, pode ter alguma função, embora – como observa Hígina Castelo⁴⁸ – abranja dois grupos bem diferentes:

- Um de contratos preparatórios de outros contratos celebrados entre uma das futuras partes no contrato objeto de preparação e um terceiro cuja prestação é essa preparação (sendo, pois, esse subgrupo constituído por contratos acessórios, como o mandato, a agência e a mediação);
- Outro de contratos autónomos centrados na compra e venda ou na prestação de serviços caracterizados pela intervenção de um agente económico que nem é produtor nem consumidor e por isso merece o nome de intermediário (abrangendo, pois, esse subgrupo a concessão comercial e o *franchising*).

Os contratos de intermediação do primeiro grupo são tendencialmente contratos de prestação de serviço. Os do segundo grupo só tendem a sê-lo quando sejam precisamente centrados na prestação de serviço.

Vários dos contratos de intermediação regulados no CVM são reconduzíveis ao primeiro de tais grupos. No entanto, quer a gestão de carteira quer a tomada firme só muito forçadamente o são. A função da gestão de carteira excede em muito a preparação dos contratos que serão celebrados ao seu abrigo, podendo afirmar-se que mais se aproxima das características dos contratos do segundo grupo. No caso da tomada firme, a importância económica da obrigação do intermediário e a possibilidade de a mesma originar que o intermediário fique titular dos valores mobiliários dela objeto afastam a ideia de mera preparação.

4. Notas sobre o contrato de gestão de carteira

Desloco agora a atenção para contrato de gestão de carteira, provavelmente o tipo de contrato de intermediação previsto no CVM que recebeu mais atenção da doutrina portuguesa⁴⁹ (em parte pela sua relevância, noutra parte por um banco

⁴⁸ Com as seguintes palavras: «Por vezes atribui-se ao intermediário um sentido muito amplo, que podemos dizer económico, segundo o qual tanto pode ser um auxiliar da contratação sem intervenção no contrato visado ou um contraente por conta de outrem (com ou sem poderes representativos), como também alguém que contrata por sua própria conta, inserido num circuito de distribuição. Nesta aceção, excetuando o produtor e o consumidor, qualquer sujeito da cadeia de distribuição de bens ou serviços é um intermediário» («O Intermediário de Crédito – Exercício da Atividade à Luz do Decreto-Lei nº 81-C/2017, de 7 de Julho», cit., pp. 63 e 64).

⁴⁹ A título de exemplos, lembro: Maria Vaz de Mascarenhas, «O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 13 (2002), pp. 109 e ss.; Ana Afonso, «O Contrato de Gestão e Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro», in AA.VV. (coord. Maria de

objeto de liquidação forçada no quadro da crise de 2008 se dedicar intensamente a tal atividade em moldes que originaram vários litígios⁵⁰).

Antes de mais, registo que também aqui há que ter em conta preceitos do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, designadamente dos seus arts. 58, 62 e 65.

Isso esclarecido, embora tal texto tenha sido escrito há 11 anos, reproduzo (incluindo notas) – com o fito de o tomar como base para outras observações – o que escrevi sobre a caracterização do tipo legal «contrato de gestão de carteira»⁵¹ num parecer que a CMVM me solicitou em 2009:

«Parece claro que a prestação característica do tipo contratual em causa é a obrigação de o intermediário financeiro gerir uma certa massa patrimonial⁵² da

Fátima Ribeiro), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pp. 55 e ss.; Pedro Boulosa González, «Gestão de Carteiras – Deveres de Informação Anotação à Sentença da 5ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3ª Secção, Processo nº 2261/05.0TVPR», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 30, agosto 2008, pp. 147 e ss.; Orlando Vogler Guiné, *Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto OPA Obrigatória Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto*, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 151 e ss.; José Engrácia Antunes, «Os Contratos de Intermediação Financeira», cit., pp. 295 e ss. (em *Direito dos Contratos Comerciais*, cit., pp. 587 e ss.) e, sobretudo, «O Contrato de Gestão de Carteira» in *O Direito* ano 151 (2019), III, pp. 477 e ss.; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., cit., pp. 514 e ss. (na 1ª ed., cit., v. pp. 447 e ss.); Manuel A. Carneiro da Frada, «Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteira», in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 69, nº III-IV, 2009, pp. 633 e ss.; Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, «O Contrato de Gestão de Carteiras», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 51, abril 2015, pp. 109 e ss.; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., cit., pp. 327 e ss. (na 1ª ed., cit., pp. 321 e ss.); Tiago Correia Moreira, «O Escrutínio da Discricionariedade do Intermediário Financeiro no Âmbito de Contratos de Gestão de Carteira», in *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida*, Almedina, 2017, pp. 139 e ss.; Luís Bandeira, *A Renovada Crise da Dogmática da Autonomia da Vontade Os Contratos de Serviços de Investimento em Instrumentos Financeiros*, cit., pp. 156 e ss.

⁵⁰ Para um exemplo de decisão judicial sobre um desses litígios, v. acórdão da Relação de Lisboa de 23 de maio de 2019, disponível em www.dgsi.pt, processo 356/11.0TVLSB.L3-2.

⁵¹ [Nota constante do texto original] Sobre o tema são de referir, na literatura portuguesa posterior do Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de Outubro, Orlando Vogler Guiné, «Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto OPA Obrigatória Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto», in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 151 e ss., Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 447 e ss., e José Engrácia Antunes, «Os Contratos de Intermediação Financeira», nº 3 (texto ainda inédito, a ser publicado no Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, a que tivemos acesso por amabilidade do Autor). A literatura anterior ao Dec.-Lei 357-A/2007, de 31 de outubro, é exaustivamente referida pelos três Autores em causa.

⁵² [Nota constante do texto original] Que não é património autónomo, no sentido em que esta expressão é normalmente utilizada pelos juristas (cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 450).

titularidade de uma outra pessoa (o cliente) constituída por instrumentos financeiros ou que se destine a ser investida em instrumentos financeiros⁵³. A contra-prestação do cliente é a remuneração desse serviço de gestão.

De enfatizar é que o intermediário financeiro realiza a sua prestação com autonomia. Tal característica resulta com clareza da referência à discricionariedade dos actos de gestão feita no diploma sobre as sociedades gestoras de património⁵⁴, mas resulta também dos demais lugares do sistema jurídico português que ficaram referidos, mormente dos elementos e circunstâncias seguintes:

- O nome dado ao tipo legal (gestão – o que implica autonomia)⁵⁵;
- A referência da lei à prática negocial, na qual o tipo contratual existe, sob o mesmo nome, e é caracterizado por tal autonomia do gestor.

A autonomia do gestor é susceptível de graus, mas não pode deixar de existir, sob pena de o contrato que estiver em causa não ser reconduzível ao tipo.

A referência que o art. 335 do CVM faz a carteira “individualizada” permite distinguir o contrato de gestão de carteira das figuras de gestão de patrimónios colectivos. Por outro lado, torna claro que é obrigação do gestor referir a sua actividade à carteira de cada cliente.

Noutro plano, é de chamar a atenção para que a obrigação do gestor de carteira é, em princípio, uma “obrigação de meios”, já que se obriga a diligenciar a valorização da carteira, sem garantir esse resultado. No entanto, nada impede que o gestor se obrigue a atingir certo resultado, em termos de rendibilidade – como resulta claramente do referido art. 336, n.º 2.

A natureza dessa obrigação de atingir certo rendimento merece uma nota. Na medida em que os emitentes dos instrumentos financeiros em que o gestor faz as aplicações não estão obrigados a realizar a prestação garantida ao cliente do gestor, a obrigação do gestor não pode ser qualificada como acessória de qualquer obrigação de terceiro e, portanto, não é uma fiança⁵⁶. Trata-se, pois, de uma

⁵³ [Nota constante do texto original] Sobre a noção legal de instrumentos financeiros no CVM, v. o n.º 2 do seu art. 2.º. Para a noção doutrinária, v. José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009, *maxime* pp. 7 e 36 e ss.

⁵⁴ [Nota constante do texto original] O anteprojeto do CVM também continha referência à discricionariedade dos atos de gestão, pois o preceito definidor da obrigação característica do contrato tinha esta formulação: «pelo contrato de gestão individualizada e *discionária* de uma carteira de valores mobiliários...». A adjectivação da gestão como discionária sublinhava a autonomia do intermediário financeiro no exercício da gestão, mas tinha o inconveniente de propiciar a acentuação da discricionariedade, com reflexos potenciais no grau de protecção do cliente. Por isso, terá andado bem o legislador ao retirar do texto desse anteprojeto o adjectivo «discionária».

⁵⁵ [Nota constante do texto original] Gerir ou administrar implicam que haja margem de decisão. Contrapõem-se a executar, que significa cumprir uma ordem ou um plano – embora, naturalmente, haja ordens e planos cuja execução não é totalmente vinculada.

⁵⁶ [Nota constante do texto original] Lembre-se que o fiador é um *terceiro* que garante a um credor que um devedor cumprirá a sua obrigação.

obrigação autónoma (no sentido de que não cobre outra), que assume papel central nos contratos que a contém.

Essa centralidade é, a meu ver, tão grande, que se justifica entender que o tipo contratual “gestão de carteira” se divide em dois subtipos diversos consoante a garantia de rendimento exista ou não.

No caso de não existir, o gestor não corre nenhum risco financeiro. No caso de existir, o gestor corre um risco de tal natureza, que aproxima o subtipo contratual em causa de algumas figuras pelas quais se captam fundos do público (*v. g.*, depósitos a prazo e obrigações).

Caracterizador do tipo será ainda algo que também pode ser visto como mero traço do regime⁵⁷: a reserva da actividade a certos tipos de empresas. Nem todos podem ser gestores de carteira; só podem exercer essa actividade aqueles que a lei autoriza – que são alguns tipos de empresas, sujeitas a regras especiais.

No que respeita à função do tipo contratual, a mesma é claramente a de um serviço. Merece ser integrado na categoria dos contratos de intermediação financeira porque o serviço em causa é de intermediação entre o investidor e o mercado financeiro.

Quanto à possibilidade de recondução dos contratos de gestão de carteira a tipos contratuais pré-existentes, parece-me, como escrevi anteriormente⁵⁸, inquestionável a sua qualificação como prestação de serviços, verificando-se ou não uma plena recondução ao mandato consoante a conformação que, em concreto, os contratos apresentem. Creio que, nalguns casos, o gestor assume obrigações que ultrapassam a prática de actos jurídicos por conta do cliente – o que determinará que, nesses casos, os contratos não sejam qualificáveis como mandatos ou, pelo menos, como *meros* mandatos. Tal eventual fuga parcial ao mandato não determinará tendencialmente que sejam aplicáveis outras normas que não as ditas por lei para esse tipo contratual, já que o art. 1156 do Código Civil estabelece que “as disposições sobre o mandato são extensivas, com as necessárias adaptações, às modalidades do contrato de prestação de serviços que a lei não regula especialmente”.

⁵⁷ [Nota constante do texto original] Sobre a importância desse elemento subjectivo do contrato de gestão de carteira e a sua relevância para a caracterização do tipo contratual, *v. Ana Afonso, «O Contrato de Gestão de Carteira Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro», in AA.VV. (coord. Maria de Fátima Ribeiro), Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, 2007, pp. 65 e ss. Sobre a relevância das qualidades das partes para a caracterização dos contratos em geral, *v. Rui Pinto Duarte, Tipicidade e Atipicidade dos Contratos, cit., pp. 66 e ss., bem como Rui Pinto Duarte, «Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários», in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Abril de 2000, p. 359.**

⁵⁸ [Nota constante do texto original] *V. «Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários», cit., p. 366.*

Por outro lado, mesmo que se verifique a recondução ao mandato⁵⁹, a verdade é que sempre estaremos num subtipo de mandato especializado não apenas pelo seu objecto como pelo elevado grau de autonomia (discricionariedade) do mandatário na prática dos actos que lhe competem.

Por último, é de notar que a lei não parece impedir que o gestor aja em seu nome próprio – sendo o mandato não representativo. Nesse caso, aplicar-se-ão, entre outras, as regras dos arts. 1181, n.º 1, e 1184 do Código Civil, segundo as quais:

- O mandatário é obrigado a transferir para o mandante os direitos adquiridos em execução do mandato;
- Os bens que o mandatário haja adquirido em execução do mandato e devam ser transferidos para o mandante não respondem pelas obrigações do mandatário, desde que o mandato conste de documento anterior à data da penhora desses bens e não tenha sido feito o registo da aquisição, quando esta esteja sujeita a registo.

O diploma sobre as sociedades gestoras de patrimónios prevê expressamente que as contas abertas por tais sociedades junto dos bancos para depósitos de fundos e demais valores mobiliários pertencentes aos seus clientes o possam ser ou em nome dos clientes ou em nome das mesmas sociedades, devendo neste caso indicar-se no boletim de abertura de conta o preceito legal que o autoriza (art. 5.º, n.º 1, do Dec.-Lei 163/94, de 4 de Junho). A abertura de contas em nome da sociedade gestora, por conta dos clientes, deve, porém, ser autorizada por estes nos contratos de gestão de carteiras (n.º 3 do mesmo artigo). Ainda de referir é que a lei prevê a possibilidade de a sociedade gestora abrir contas bancárias que agreguem os valores de vários clientes, ficando então a sociedade gestora obrigada a, na sua contabilidade, ter tantas subcontas quantos os clientes em causa (referido n.º 3 e n.º 4 do mesmo artigo).»

Retomo, como anunciado, alguns conteúdos do trecho citado.

O primeiro é a afirmação de que a prestação característica do tipo contratual em causa é a obrigação de o intermediário financeiro gerir uma certa massa patrimonial da titularidade de uma outra pessoa (o cliente) constituída por instrumentos financeiros *ou que se destine a ser investida em instrumentos financeiros*. Na verdade, a literatura refere – sempre ou quase sempre – que o objeto do

⁵⁹ [Nota constante do texto original] Como parece ser a opinião maioritária – v. Maria Vaz de Mascarenhas, *O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 13, Abril de 2002, pp. 122 e 123, Orlando Vogler Guiné, *Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto OPA Obrigatória Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto*, cit., pp. 153 e 178, e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 448.

contrato é a gestão de instrumentos financeiros, mas em muitos casos o que o cliente entrega ao gestor é apenas dinheiro, sendo a primeira fase da execução do contrato destinada à constituição da carteira, tendencialmente de modo paulatino.

O segundo tem a ver com a adjetivação da gestão de carteira como discricionária. A definição de «gestão de carteiras» dada pela DMIF I e pela DMIF II é «a gestão de carteiras com base num mandato dado pelo cliente numa base individual e discricionária sempre que essas carteiras incluam um ou mais instrumentos financeiros» (no primeiro caso no item 9 do nº 1 do art. 4º, no segundo caso no item 8 do nº 1 do art. 4º). Parece, contudo, claro que a qualificação de «discricionária» só surge na definição para diferenciar o tipo de gestão de carteira em causa da gestão que consiste em mero aconselhamento – a chamada «gestão assistida»⁶⁰. Ora, no caso português, tendo em vista que o art. 335 define o «contrato de gestão de uma carteira individualizada de instrumentos financeiros» com as ideias de que por ele o intermediário financeiro se obriga a «realizar todos os atos tendentes à valorização da carteira» e a «exercer os direitos inerentes aos instrumentos financeiros que integram a carteira», parece não haver necessidade de reproduzir o adjetivo «discricionária» – o qual, além de ser, no caso, redundante, ofereceria o perigo que refiro numa das notas do trecho transcrito.

O terceiro respeita à recondução ao mandato. Acabámos de ver que a DMIF I e a DMIF II assentam (aquela assentou e esta assenta) a sua definição na palavra «mandato». Curiosamente, nas versões em língua inglesa e em língua alemã surgem «*mandate*» e «*Mandat*» – que não seriam as palavras a empregar se se quisesse usar o equivalente de «mandato» no sentido técnico-jurídico que a palavra tem em Portugal. Na verdade, a palavra nas Diretivas foi e é usada no sentido que tem no mundo dos negócios, não no sentido que o Código Civil lhe dá.

A literatura portuguesa – salvo A. Barreto Menezes Cordeiro⁶¹ – tende a reconduzir o contrato de gestão de carteira ao mandato, mesmo quando escreve, como faz Luís Menezes Leitão, que «A principal obrigação resultante do contrato de gestão de carteiras é naturalmente a de proceder à administração e valorização da carteira»⁶². Creio que os Autores que têm sustentado tal recondução,

⁶⁰ Sobre a contraposição entre os dois tipos de gestão de carteira, v. Maria Vaz de Mascarenhas, «O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres Anotação a Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça» in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 13 (2002), pp. 118 e ss., e José Engrácia Antunes, «O Contrato de Gestão de Carteira», cit., p. 479 e ss. (escrevendo, na p. 481, que parece ter sido a modalidade de gestão discricionária a que foi acolhida no CVM).

⁶¹ V. *Do Trust no Direito Civil*, Almedina, 2014, pp. 1014 e ss., *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., cit., pp. 327 e ss., e «O Contrato de Gestão de Carteira», in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, fevereiro de 2020, pp. 6 e ss.

⁶² Cfr. Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, «O Contrato de Gestão de Carteiras», cit., p. 116.

ao fazê-lo, têm em conta o conteúdo que a palavra «mandato» tem no quotidiano dos negócios, mais do que o sentido que tem no Código Civil. Continuo a pensar, como em 2000 e em 2009, que na gestão de carteiras há mandato, mas há claramente mais do que mandato. Gerir é muito mais do que praticar atos jurídicos por conta de outrem: a literatura sobre a administração de sociedades demonstra-o⁶³. O mandato, na versão do Código Civil português, é um contrato com um âmbito de aplicação não muito amplo, pois restringe-se à «colaboração jurídica»⁶⁴ (o que não significa prestação de serviços jurídicos, no sentido normalmente dado à expressão!). Amplo, muito amplo, no nosso Código Civil é o âmbito da prestação de serviço. Isso resulta não só da definição do art. 1157, mas de vários traços do regime fixado nos artigos subsequentes. Repare-se em que a esfera de liberdade de atuação do mandatário é muito pequena. O ato ou atos a que se refere o art. 1157 estão usualmente precisados no contrato e não são, as mais das vezes, muitos (cfr. art. 1161, alínea c)). O mandatário tem de praticar os atos, segundo as instruções do mandante. Trata-se de uma relação precária, de que as partes podem «sair» com facilidade (o mandante sempre, ainda que com custos). Nada disso se adapta ao contrato de gestão de carteira.

Repegando o que escrevi atrás sobre a função não meramente preparatória (de outros contratos) do contrato de gestão de carteira, sublinharei que esse é um outro argumento (ou um outro modo de apresentar argumento anterior) contra a recondução do tipo contratual em causa ao mandato.

Reforçarei ainda a minha argumentação notando que há vários outros contratos designados mandatos na prática negocial, em Portugal e noutros países, que a doutrina não considera como tal. Sirvam de exemplo os «mandatos para venda de empresas» e os contratos de intermediação de crédito.

Sobre os primeiros, notei que nunca se esgotam em mandatos e que muitas vezes consistem em mero aconselhamento, como resulta desta definição retirada do *site* de uma empresa que se dedica à atividade em causa: «**O Mandato de Venda** é um documento de cariz jurídico celebrado entre a entidade que presta assessoria no processo de fusão ou aquisição – normalmente uma empresa de consultoria ou um banco de investimento – e a empresa cliente (vendedor)

⁶³ V., por todos, Pedro Caetano Nunes, *Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina, 2012, em especial pp. 155 e ss. e 470 e ss. Faço ressaltar a afirmação «Já o cerne da prestação de gestão poderá não estar essencialmente na prática de atos jurídicos, mas mais na tomada de decisões empresariais [...]» (p. 157).

⁶⁴ Expressão de Inocêncio Galvão Telles, no texto «Contratos Civis (Projecto Completo de um Título do Futuro Código Civil Português e Respectiva Exposição de Motivos», in *Boletim do Ministério da Justiça*, nº 83, fevereiro de 1959, pp. 113 e ss., surgindo a expressão surge na p. 174 (o texto em causa foi publicado primeiro na *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. IX, 1953, pp. 144 e ss., e vol. X, 1954, pp. 161 e ss.).

e respetivo(s) o(s) sócio(s). Formaliza as condições do serviço a ser prestado, designadamente, condições de remuneração e as obrigações da entidade encarregue de prestar assessoria em todo o processo de colocação da operação. Explicita ainda as obrigações da empresa cliente e dos seus proprietários e as diligências necessárias, para que o sucesso da operação seja maximizado»⁶⁵.

Quanto ao segundo caso, lembrarei que um nome frequente de tais contratos em França, no domínio do crédito ao consumo, é «mandat de recherche de financement» e que a principal obrigação que neles é assumida (ou, no mínimo, uma das principais) é a descrita com palavras iguais ou semelhante a estas: «sélectionner l'établissement bancaire ou financier le plus approprié en fonction des intérêts et des attentes exprimées par le Client»⁶⁶.

Seja como for, a questão não terá grande alcance prático, porque, ainda que os contratos de gestão de carteira fossem reconduzíveis ao mandato (ou na medida em que o sejam), as regras sobre este dificilmente se aplicariam por força de as estipulações das partes pouco espaço deixarem para tanto⁶⁷.

O mesmo vale, é claro, para a aplicação das normas do mandato por via do art. 1156. Em 2000, escrevi que tal comando legal deve ser aplicado com grande cautela – ideia em que agora insisto, pelas razões que então apresentei e por aquilo que a doutrina posterior sobre o contrato de prestação de serviço tem escrito acerca de tal norma remissiva⁶⁸.

5. A encerrar

Vinte anos depois, está o CVM (ou o conjunto das fontes relevantes) melhor, quanto à regulação dos contratos de intermediação? Qualquer que seja o juízo, o mérito ou demérito cabe mais ao legislador eurocomunitário do que ao nacional.

⁶⁵ <https://www.hmbo.pt/2017/06/16/mandato-de-venda/> (negrito no original).

⁶⁶ Uso o exemplo da minuta do BNC Finances – v. <https://www.bnc-finances.com/wp-content/uploads/2020/06/mandat-bnc.pdf>.

⁶⁷ António Menezes Cordeiro escreve: «O regime da prestação de serviço, quando não caia nalgum tipo regulado no Código Civil ou em leis extravagantes, é remetido, no artigo 1156º, para o mandato, “com as necessárias adaptações”. Isso obriga o intérprete-aplicador a, em cada caso concreto, construir um regime adequado aos valores e aos interesses em presença. *A vontade das partes é determinante: estamos numa área onde são poucas as normas restritivas*» – *Tratado de Direito Civil – XII Contratos em Especial (2ª Parte)*, Almedina, 2018, p. 388, itálico acrescentado.

⁶⁸ Além de António Menezes Cordeiro, na obra citada na nota anterior, v. Hígina Castelo, «De Que Falamos, Quando Falamos de Contrato de Serviços? – Ainda os Conceitos de Meios e de Resultado», in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 79, vol. III-IV, jul./dez. 2019, pp. 639 e ss., em especial na exposição sobre o *Draft Common Frame of Reference*, e Nuno Pinto Oliveira, «O Contrato de Prestação de Serviço no Direito Português», in *Liber Amicorum Pedro Pais de Vasconcelos*, www.revistadedireitocomercial.com 2020-03-22, pp. 584 e ss.

Tenho várias vezes escrito (e muitas mais falado) em favor das leis claras e precisas, tendencialmente caracterizadas por sistematização decorada pelo leitor ao primeiro contacto e por cada preceito não se estender por mais do que duas orações. As leis eurocomunitárias são, em geral, o oposto disso e, reconheço, dificilmente poderiam ser isso, pela natureza da União Europeia. No entanto, o grau de complexidade que as regras eurocomunitárias atingem na área da intermediação financeira é tal que lhes socava a legitimidade, pois leis que os cidadãos diretamente interessados e os juizes não podem dominar parecem incompatíveis com a ideia de Estado de Direito..

A isso acresce que algumas orientações de tais leis também me parecem erradas. As grandes intervenções legislativas devem ajudar o futuro a surgir, não apenas reagir a crises por meio de tentativas de expurgar a sociedade dos males nelas manifestados (cuja erradicação frequentemente está fora do poder dos legisladores). Ora, ao invés disso, a preparação da DMIF I (e dos seus diplomas satélites) foi muito influenciada pela crise de 2000-2002 e a da DMIF II (e a dos seus diplomas satélites) pela crise iniciada em 2007, que na Europa se prolongou por vários anos – sendo que a DMIF II repetiu os remédios da DMIF I (cuja ineficácia ficou clara) em dose aumentada.

Um dos defeitos de tais intervenções eurocomunitárias é dirigirem-se aos intermediários financeiros, condicionando administrativamente os seus comportamentos, confiando em que assim, de modo indireto, haverá efeitos benéficos sobre as relações contratuais. Melhor seria, a meu ver, dirigir a atenção para os conteúdos das relações contratuais – o que, é claro, exigiria não só uma técnica legislativa diferente como um pensamento (jurídico-)político diverso.

No CVM primitivo, na área de que me ocupei, os dedos de privatistas deixaram boas marcas. Durante os vinte anos que passaram tais marcas não desapareceram, mas foram alteradas pela mão regulatória da União Europeia, cada vez mais presente, de modo não apenas superabundante, mas descentrado do que seria mais útil.

Há especialistas em literatura que entendem que a segunda das obras que Alexandre Dumas (Pai) dedicou aos três que eram quatro é melhor do que a que lhe deu mais fama. Eu senti-me mais vezes impelido a reler a primeira do que a segunda.