

# CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO VS. RECEPÇÃO E EXECUÇÃO DE ORDENS: EM ESPECIAL, A RESPONSABILIDADE CIVIL DAS INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS

Raquel Cardoso Nunes

*Advogada da Área de Contencioso e Arbitragem da Uría Menéndez-Proença de Carvalho (Lisboa)*

### **Consultoria para Investimento vs. Recepção e Execução de Ordens: em especial, a Responsabilidade Civil das Instituições Bancárias**

*Neste texto pretendemos contribuir para a delimitação dogmática do conceito de consultoria para investimento e, em especial, para a sua distinção da figura da recepção e execução de ordens de investimento. Procuraremos apresentar de forma sumária o regime aplicável a um e outro serviço de investimento, sobretudo na perspectiva dos deveres que devem nortear cada uma destas situações e, em especial, as suas implicações nos regimes de responsabilidade civil aplicáveis. A final, tomaremos por referência a experiência das instituições bancárias que actuam como intermediários financeiros nas relações que estabelecem com os seus clientes e concluiremos pela delimitação daquela que entendemos ser a responsabilidade civil a que as mesmas se encontram sujeitas no desenvolvimento dessa actividade.*

#### **PALAVRAS CHAVE:**

CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO, RECEPÇÃO E EXECUÇÃO DE ORDENS, RESPONSABILIDADE CIVIL, INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO.

### **Investment consulting vs receipt and execution of orders. Civil liability of banking institutions**

*In this article, we contribute to the debate around the definition of investment consulting and, in particular, to its distinction from the concept of receipt and execution of orders. A summary will be provided of the regime applicable to each of these two investment services, with a focus on the duties that both activities entail and*

*the corresponding consequences in terms of civil liability. To conclude, we will use the experience of financial institutions acting as financial intermediaries for their clients as a reference and analyse the civil liability regime that in our view should apply to those cases.*

#### KEYWORDS:

INVESTMENT CONSULTING, RECEIPT AND EXECUTION OF ORDERS, CIVIL LIABILITY, FINANCIAL INTERMEDIARY.

FECHA DE RECEPCIÓN: 15-1-2023

FECHA DE ACEPTACIÓN: 21-1-2023

Cardoso Nunes, Raquel (2023). Consultoria para Investimento vs. Recepção e Execução de Ordens: em especial, a Responsabilidade Civil das Instituições Bancárias. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 61, pp. 72-90 (ISSN: 1578-956X).

## 1. Introdução

O desenvolvimento progressivo do mercado financeiro e dos produtos transaccionados trouxeram consigo a necessidade de reforçar a eficiência e a confiança no seu funcionamento. A diversificação dos produtos financeiros e a proliferação de intermediários, associadas à potencial perda da paridade informativa num contexto cada vez mais complexo, tem levado o legislador (comunitário e nacional) a regular de forma veemente as operações que são realizadas e a segurança que é oferecida aos investidores.

Nesse sentido, tem sido dedicada especial atenção à protecção dos investidores, em particular no que respeita ao nível e à qualidade da informação que lhes deve ser prestada directa e expressamente pelos intermediários financeiros, e à segurança que lhes é oferecida pelo funcionamento do próprio mercado.

A falta de eficácia do sistema regulatório de outros tempos deu lugar a uma actividade legislativa sem precedentes e, nesse contexto, a consultoria para investimento tem ganho um papel de destaque no mercado dos valores mobiliários. Desde logo, o alargamento dos serviços de investimento de 2004<sup>1</sup> e de 2007<sup>2</sup> elevou a consultoria para investimento da categoria de *serviço auxiliar* para a categoria de *serviço de investimento*<sup>3</sup> e sujeitou-a ao cumprimento de deveres de informação “qualificados”, nomeadamente no que respeita à análise da adequação da transacção que é recomendada ao investidor. Mais recentemente, com a DMIF II<sup>4</sup>, o legislador voltou a reconhecer a importância da consultoria para investimento e regulou de forma ainda mais detalhada a organização e a actuação dos consultores para investimento — as maiores exigências de verificação

1 Com a DMIF, a Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (JOUE de 30 de Abril de 2004, L 145).

2 Em Portugal, a transposição da DMIF foi efectuada pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007. O preâmbulo do CVM é claro a respeito relevância crescente que foi sendo reconhecida à figura da consultoria para investimento.

3 Matéria então regulada no artigo 4.º e Secção C do Anexo I da DMIF e na redacção do artigo 290.º do CVM resultante da alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007. Sobre a alteração de categoria da consultoria para investimento resultante da DMIF, v. CABRITA, Carla, “A Directiva Relativa a Mercados de Instrumentos Financeiros: A Consultoria para Investimento como Serviço de Investimento”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, vol. 27, 2007, pp. 120 e seguintes.

4 Directiva 2014/65/UE, de 15 de Maio de 2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (JOUE de 12 de Junho de 2014, L 173).

da adequação dos investimentos e a densificação do *know your client* e do *know your product* são exemplos disso.

O investidor — em especial e para o que aqui releva, o investidor aconselhado a investir — beneficia hoje de uma protecção legislativa ímpar. Porém, a realidade é sempre mais rica do que as previsões normativas que a pretendem enquadrar e a pedra de toque desta intensa regulação é agora a definição das condições que, na prática, permitem o accionamento dos mecanismos de protecção conferidos aos investidores a quem foram prestados serviços de consultoria para investimento.

Nos últimos anos temos assistido a um crescente número de litígios judiciais em Portugal em que os investidores reclamam dos intermediários financeiros a compensação por investimentos malogrados. Muitos desses litígios resultam de situações de insolvência ou de dissolução dos emitentes ou dos garantes dos produtos transaccionados, que tornaram inviável o seu reembolso na data da maturidade. Os investidores, inconformados, alegam que desconheciam as características dos produtos, que não pretendiam subscrever esse tipo de produtos e que se limitaram a dar cumprimento às recomendações de investimento que receberam.

Os tribunais têm sido chamados a definir, a cada momento e em cada caso, qual o tipo de relação que se estabeleceu entre o intermediário financeiro e o investidor e qual o nível de protecção que é conferido a cada um desses tipos de relação. Em particular, tem sido recorrente a necessidade de distinguir a consultoria para investimento da mera recepção e execução de ordens, especialmente quando praticada por instituições bancárias que actuam como intermediários financeiros e por referência a clientes que, independentemente da transacção em causa, já eram clientes bancários da instituição. A distinção não é teórica e tem implicações ao nível dos deveres que recaem sobre os intermediários financeiros e, sobretudo, ao nível da sua responsabilidade para com os investidores.

Por exemplo, questiona-se se a divulgação generalizada das características dos produtos financeiros que compõem o portfólio de uma instituição bancária deve consubstanciar um caso de consultoria para investimento, ou se, pelo contrário, a prestação desse tipo de informações pode ser entendida como complementar à actividade de recepção e execução de ordens que é praticada pelas instituições bancárias. Questiona-se, também, se os termos em que ocorreu essa divulgação podem determinar uma diferente classificação dos serviços, se é relevante saber de que forma foi partilhada a informação e se foi o cliente que procurou a informação junto do banco ou se, pelo contrário, foi o banco que procurou determinado cliente para lhe apresentar certos produtos financeiros<sup>5</sup>. A resposta a cada uma destas questões depende necessariamente do enquadramento do caso concreto e do tipo de relação que tiver sido estabelecida entre a instituição bancária/intermediário financeiro e o cliente/investidor.

---

5 Sobre estas e outras situações em se questionam os limites do conceito de consultoria para investimento, v. nota de rodapé n.º 9 de OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017). "DMIF II e consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio", *O Novo Direito dos Valores Mobiliários — I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Lisboa: Almedina, p. 220.

## 2. Conceito e figuras afins

O artigo 4.º da DMIF II define a consultoria para investimento como “a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste, quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais transacções respeitantes a instrumentos financeiros.”. Por sua vez, o artigo 9.º do Regulamento Delegado da DMIF II<sup>6</sup>, acrescenta que “entende-se por aconselhamento personalizado uma recomendação feita a uma pessoa na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial ou na sua qualidade de agente de investidor efectivo ou potencial” e que essa recomendação, além de dever ser adequada, deve visar (i) a compra, venda, subscrição, troca, resgate, detenção ou tomada firme de um instrumento financeiro específico ou (ii) o exercício ou não de qualquer direito associado ao instrumento financeiro específico.

No panorama nacional, o artigo 294.º, n.º 1, do CVM define a consultoria para investimento como “a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do intermediário financeiro ou consultor para investimento autónomo relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros.” Já o n.º 2 deste preceito acrescenta que “existe aconselhamento personalizado quando é feita uma recomendação a uma pessoa, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, que seja apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento”.<sup>7</sup>

São, assim, três as características fundamentais da noção de consultoria para investimento: (i) a prestação de um conselho ou recomendação personalizado, (ii) que versa sobre instrumentos financeiros, (iii) dirigida a um ou mais investidores determinados.

Para começar, está em causa um aconselhamento e o objecto desse aconselhamento são investimentos em instrumentos financeiros. Isto significa que, para que seja qualificada de consultoria para investimento, a actividade do intermediário financeiro (i) deve concluir, necessariamente, por uma proposta de actuação e deve sugerir ao investidor uma tomada de decisão num determinado sentido e (ii) essa recomendação tem necessariamente por objecto formas de investimento em instrumentos financeiros. A mera prestação de informações por parte do intermediário financeiro, de forma isenta e objectiva, desacompanhada de uma sugestão de actuação, não constitui um caso de consultoria para investimento, já que não existe nessas circunstâncias uma intenção de influenciar a vontade do destinatário da informação. Tal como explica ENGRÁCIA ANTUNES, “o contrato de consultoria corresponderá a um verdadeiro contrato de aconselhamento, pelo qual o intermediário se obriga a propor ao seu cliente aquilo que ele deve fazer ou não deve fazer em matéria de operações de investimento no mercado de capitais.”<sup>8</sup>

6 Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de Abril de 2016 (JOUE de 31 de Março de 2017, L 87).

7 Sobre a evolução da consagração legal da consultoria para investimento nos instrumentos comunitários e nacionais ao longo do tempo, v. LUCENA E VALE, Alexandre (2004). “Consultoria para investimento em valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 350 e seguintes.

8 ANTUNES, Engrácia (2009). *Direito dos Contratos Comerciais*, Lisboa: Almedina, p. 592.

A necessidade de ser formulada uma recomendação de investimento é o cerne da distinção entre a consultoria para investimento e a recepção, transmissão e execução de ordens. A consultoria para investimento assenta na prestação de um conselho, mas não obriga o investidor a efectuar qualquer investimento. A recepção, transmissão e execução de ordens consiste noutro serviço de investimento e, tal como resulta do nomen iuris, refere-se ao recebimento por parte do intermediário financeiro de uma ordem de investimento sobre instrumentos financeiros (que pode ser de compra, venda ou outro) e aos procedimentos subsequentes que são desencadeados para dar cumprimento a essa ordem. A DMIF II define-a como a “execução de ordens em nome de clientes”, nos seguintes termos: “a atuação com vista à celebração de contratos de compra ou venda de um ou mais instrumentos financeiros em nome de clientes e inclui a conclusão de acordos de venda de instrumentos financeiros emitidos por uma empresa de investimento ou uma instituição de crédito no momento da sua emissão” (cfr. artigo 4.º, n.º 1, ponto 5).

A recepção e execução de ordens situa-se assim num momento posterior ao da consultoria para investimento. No momento da recepção e execução de ordens, o investidor, por definição, já formou a sua vontade, já decidiu o sentido da sua actuação e recorre ao intermediário financeiro apenas para dar execução ao investimento. Ainda que tanto num como noutro caso o intermediário financeiro analise e transmita ao investidor a informação relativa ao instrumento financeiro em apreço, a consultoria para investimento tem subjacente uma recomendação de actuação que não existe na recepção e execução de ordens.

A recepção e execução de ordens é uma actividade objectiva, ao passo que a consultoria para investimento consiste numa actividade com carácter subjectivo. Isto não significa que a primeira não tenha subjacente a prestação de informações ao investidor. O que acontece é que as informações prestadas pelo intermediário financeiro ao investidor no âmbito da actividade de recepção e execução de ordens não constituem o objecto imediato da prestação e configuram apenas deveres colaterais de actuação. É o caso, por exemplo, da prestação de informação por parte do intermediário financeiro sobre o exercício do dever de recusa previsto no artigo 326.º do CVM.

Voltando à consultoria para investimento, referimos ainda que o aconselhamento deve ser prestado de forma personalizada e deve dirigir-se a investidores determinados. Tal como resulta do Considerando 14 do Regulamento Delegado da DMIF II, “o aconselhamento sobre instrumentos financeiros dirigido ao público em geral não deve ser considerado um aconselhamento personalizado para efeitos da definição de “consultoria para investimento” prevista na Diretiva 2014/65/UE”. No mesmo sentido, o n.º 3 do artigo 294.º do CVM refere que “uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente ao público”.

Este aspecto permite distinguir a consultoria para investimento das recomendações de investimento (ou actividade de research ou análise financeira). A prestação de recomendações de investimento é um serviço auxiliar dos serviços e actividades de investimento e vem definida no artigo 291.º, alínea c), do CVM como “a elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros.”.

Pese embora ambas as actividades consistam na prestação de um conselho com vista à tomada de determinada decisão sobre investimentos em instrumentos financeiros e pese embora em ambos os casos o intermediário financeiro se encontre sujeito aos mesmos requisitos no que respeita à

qualidade da informação a divulgar (artigo 7.º, n.º 1, do CVM), as recomendações de investimento são conselhos e recomendações genéricas acerca de um produto ou de um emitente, que se destinam, por definição, ao público em geral<sup>9</sup>. Por sua vez, a consultoria para investimento é um serviço *tailor made*, que é prestado a um investidor determinado e é definido em função das suas características. O critério que distingue as duas figuras é, por isso, o núcleo de investidores que recebe a informação em causa que, no caso da consultoria para investimento, é um núcleo determinado (composto, normalmente, apenas pelo investidor que contratou os serviços de consultoria para investimento) que personaliza o serviço e, no segundo caso, é um núcleo indeterminado de sujeitos cujas características não são atendidas para a formulação da recomendação<sup>10</sup>.

Note-se que, ainda assim, as recomendações de investimento destinadas ao público em geral não se confundem com a figura da prospecção de investidores. A prospecção de investidores não é um serviço de investimento, nem sequer um serviço auxiliar de investimento, e nela o prospector obriga-se apenas a captar clientes para celebrar contratos de intermediação financeira. Ainda que a sua actividade possa incluir a transmissão de alguma informação ou a apresentação de determinados produtos ou emitentes ao público em geral, o prospector age no interesse do intermediário financeiro e não no interesse do investidor.

Por fim, uma breve nota para referir que a actividade de consultoria para investimento pode incluir a necessidade de o consultor rever e actualizar, com maior ou menor frequência, a recomendação efectuada e, bem assim, informar o investidor acerca da evolução do instrumento financeiro em causa. Nestes casos, importa não confundir a actividade de consultoria para investimento com a figura da gestão de carteiras. A gestão de carteiras é um serviço de investimento (artigo 290.º, n.º 1, alínea c) do CVM) e corresponde ao contrato pelo qual o intermediário financeiro se obriga a gerir, por conta e no interesse do investidor, um conjunto de instrumentos financeiros por si titulados, de forma a maximizar a sua rentabilidade. Ora, a consultoria para investimento, ainda que possa incluir a avaliação periódica dos instrumentos financeiros que foram recomendados e, eventualmente, a elaboração de novas recomendações, não inclui a realização dos actos de execução dessas recomendações (ou de quaisquer outras). Isto é, ainda que o consultor se possa ver na necessidade de rever o conselho prestado ao investidor e, na sequência dessa revisão, emitir uma nova recomendação de investimento, o seu papel não passa pela execução do próprio investimento.

Em síntese, temos que a consultoria para investimento é o contrato através do qual o intermediário financeiro se obriga a prestar um conselho personalizado a um investidor determinado, o qual tem por objecto o investimento em instrumentos financeiros. Por outro lado, a recepção e execução de ordens de investimento consiste no recebimento pelo intermediário financeiro de uma ordem específica do investidor e na realização da operação correspondente a essa ordem, sobre um determinado instrumento financeiro.

---

9 Cfr. Recomendações da CMVM Sobre Relatórios de Análise Financeira (Research), de 1 de Dezembro de 2001.

10 Sobre este tema, v., em especial, os esclarecimentos constantes do Considerando 14. do Regulamento de Execução da DMIF II.

## 3. Regimes aplicáveis

---

Aqui chegados, cumpre analisar os regimes a que se encontram sujeitas as actividades de consultoria para investimento e de recepção e execução de ordens, nomeadamente no que respeita aos deveres legais que recaem sobre os intermediários financeiros a propósito da prática de cada uma dessas actividades de investimento. No entanto, dado o aprofundado tratamento dogmático que o tema dos deveres dos intermediários financeiros tem merecido ao longo do tempo — em especial, o dever de informação e a qualidade dessa informação —, entendemos não ser de reproduzir aqui o estudo dos vários deveres gerais que impendem sobre os intermediários financeiros (em qualquer um dos serviços de investimento que possam prestar).

Tomamos, assim, como boas as análises aos deveres do intermediário financeiro que se encontram já generalizadas na doutrina e que, salvo pontuais acertos de nomenclatura, distinguem os deveres decorrentes de relações contratuais ou pré-contratuais com os clientes (os deveres relacionados com o princípio da protecção dos interesses dos clientes, o *know your client*, o sigilo profissional e os deveres de informação), os deveres decorrentes das relações com qualquer dos intervenientes no mercado, nos quais se incluindo os clientes (a boa fé, a diligência, a lealdade e a transparência), os deveres gerais (protecção da eficiência do mercado e defesa do mercado) e os deveres organizativos (aptidão profissional, conservação de documentos, *chinese walls* e segregação patrimonial). E, a partir daqui, apresentamos uma análise mais cuidada do normativo nacional e comunitário que se encontra especificamente pensado para a consultoria para investimento e para a recepção e execução de ordens.

### 3.1. A consultoria para investimento

As principais alterações introduzidas pela DMIF II no regime da consultoria para investimento têm subjacente uma pretensão do legislador comunitário de, por um lado, aumentar a transparência do mercado e a qualidade do serviço prestado (em particular no que se refere aos investidores não profissionais) e, por outro lado, diminuir os conflitos de interesses, efectivos ou potenciais. Nesse sentido, o regime da consultoria para investimento assenta hoje numa divisão profunda entre a consultoria independente e a consultoria não independente. O objectivo desta distinção é o de que o investidor possa tomar conhecimento, a cada momento, da isenção dos serviços que lhe são prestados e possa conferir-lhe a credibilidade que julgar conveniente em função dessa isenção.

O Código dos Valores Mobiliários remete para a DMIF II os deveres ou actuações específicas do intermediário financeiro que actua como consultor para investimento (artigo 312.º-H, n.º 1, pró-mio, do CVM). Ainda assim, por uma razão de coerência cronológica, a primeira obrigação do consultor para investimento não pode deixar de ser a de informar o investidor sobre se a consultoria é prestada numa base independente ou não (artigo 24.º, n.º 4, alínea *a*), da DMIF II e artigo 312.º-H, n.º 1, alínea *a*), do CVM). De resto, a preocupação (comunitária e nacional) em assegurar uma efectiva segregação dos serviços de consultoria para investimento em base independente daqueles que são prestados em base não independente é tal que, ainda que o intermediário fi-

nanceiro possa cumular os dois tipos de consultoria, está estabelecido que deve fazê-lo através de instalações físicas e estruturas funcionais e hierárquicas diferentes (artigo 294.º, n.º 8, do CVM).

Para que a consultoria para investimento possa ser considerada como de base independente, o intermediário financeiro deve sujeitar-se ao cumprimento dos seguintes deveres, aquando da prestação dos serviços contratados: (i) avaliar uma gama suficientemente diversificada de produtos financeiros disponíveis no mercado, (ii) encontrar-se disponível para, no âmbito das recomendações de investimento que realiza, incluir quer os instrumentos financeiros que são emitidos e/ou comercializados por si ou por entidades com quem tenha relações estreitas, quer os que são emitidos e/ou comercializados por entidades terceiras, e (iii) não aceitar ou receber qualquer remuneração comissão ou benefício, pago ou concedido por entidade terceira, com exceção dos benefícios não pecuniários de montante não significativo (artigo 24.º, n.º 4, alínea a), ii) e n.º 7, da DMIF II e artigo 294.º, n.º 7, do CVM).

O contrato de consultoria para investimento é, habitualmente, um contrato remunerado. O investidor pagará ao intermediário financeiro a remuneração acordada para o serviço que foi contratado<sup>11</sup>. E não poderia ser de outra forma, já que o intermediário financeiro que pretenda prestar serviços de consultoria para investimento em base independente não poderá aceitar qualquer remuneração concedida por entidades terceiras, incluindo (em especial) pelos emitentes dos produtos, sob pena de ter que devolver os montantes em causa e informar o investidor (artigo 313.º-B do CVM). Como veremos a final, a circunstância de a consultoria para investimento ser um serviço remunerado pode contribuir para que a expectativa de aconselhamento criada pelo investidor seja legítima, permitindo-lhe, entre outros, exigir a responsabilidade do intermediário financeiro no pós-serviço.

O consultor para investimento deve ainda informar o investidor sobre se os seus serviços incluem, ou não, uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros que venham a ser recomendados (artigo 24.º, n.º 4, alínea a), iii) da DMIF II e artigo 312.º-H, n.º 1, alínea c) do CVM), e deve, em todo o caso, entregar ao investidor um relatório, em suporte duradouro, sobre a adequação do serviço prestado (artigo 25.º, n.º 6 da DMIF II e artigos 312.º-H, n.º 2, e 323.º do CVM,). Esta obrigação não é dispensada nos casos em que os serviços de consultoria para investimento em causa correspondem apenas a uma recomendação inicial e não incluem a avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros inicialmente recomendados, nem nos casos em que o investidor não acolheu a recomendação feita pelo intermediário financeiro. Note-se, a este respeito, que também a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) já confirmou que o relatório de adequação tem que ser entregue ao investidor sempre que tenha havido recomendações de investimento, independentemente de estas terem culminado (ou não) numa operação ou subscrição de instrumento financeiro<sup>12</sup>. Ou seja, na medida em que a prestação de serviços de consultoria para investimento não obriga o investidor a realizar os investimentos recomendados,

11 A comunicação clara dos custos associados ao serviço de consultoria para investimento é outro dos deveres que recaem especificamente sobre o intermediário financeiro que presta esse tipo de serviços (considerando 72 e artigo 24.º, n.º 4, alínea c), da DMIF II).

12 "Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics", questão 1 do parágrafo 2, atualizadas à data de 18 de Fevereiro de 2020, disponíveis em [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).



a entrega do relatório de adequação depende da prestação dos serviços de consultoria e não das concretas operações de investimento que possam vir a ocorrer no seu seguimento.

Ainda quanto ao regime aplicável à consultoria para investimento, o artigo 25.º, n.º 1 da DMIF II acrescenta que deve ser exigido às empresas de investimento que assegurem que as pessoas singulares que prestam os serviços de consultoria para investimento possuem os conhecimentos e as competências necessárias ao desempenho das suas funções (incluindo dos deveres a que estão adstritas). Em particular, o Considerando 71 da DMIF II refere que *“as empresas de investimento deverão, desde logo, compreender os elementos de identificação dos instrumentos financeiros propostos ou recomendados e estabelecer ou rever políticas e modalidades eficazes para determinar a categoria de clientes aos quais os produtos e os serviços são fornecidos”*. No plano nacional, esta obrigação dos intermediários financeiros encontra-se plasmada no artigo 305.º, n.º 1, alínea a) e n.º 2, do CVM.

Por fim e sem prejuízo do que se analisará no capítulo seguinte, o artigo 25.º, n.º 2, da DMIF II consagra ainda a obrigação de os prestadores de serviços de consultoria para investimento *“ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento deve obter as informações necessárias relativas aos conhecimentos e experiência do cliente ou cliente potencial em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço em questão, bem como as relativas à sua situação financeira, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, e aos seus objetivos de investimento, incluindo a sua tolerância ao risco, de modo a permitir à empresa de investimento recomendar ao cliente ou cliente potencial os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que lhe são mais adequados e, em particular, mais consentâneos com o seu nível de tolerância ao risco e a sua capacidade para suportar perdas.”*, o que significa que a sua actuação deverá ainda ser pautada também por este parâmetro. Esta regra vem prevista no artigo 304.º, n.º 3, do CVM a respeito da actuação, em geral, dos intermediários financeiros (e não apenas dos consultores para investimento), nos seguintes termos: *“Na medida do necessário para o cumprimento dos seus deveres na prestação do serviço, o intermediário financeiro deve informar-se junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objetivos de investimento do cliente.”* Tal como explica Alexandre Lucena e Vale, esta regra assume particular preponderância no âmbito da consultoria para investimento, na medida em que o núcleo central da relação jurídica estabelecida entre o intermediário financeiro e o investidor é o da prestação de um conselho personalizado<sup>13</sup>. Voltaremos a ela no capítulo seguinte.

### 3.2. A recepção e execução de ordens

A recepção e execução de ordens é um dos serviços de investimento a respeito dos quais o legislador nacional mais se deteve (tendo-lhe dedicado uma secção inteira no Código dos Valores Mobiliários, hoje composta por 8 artigos, inserida no capítulo relativo aos contratos de intermediação). A pretensão do legislador foi a de, à luz da DMIF II, assegurar que a menor exigência dos deveres

13 LUCENA E VALE, Alexandre (2004). “Consultoria para investimento em valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 385 e seguintes.

de informação que recaem sobre os intermediários financeiros aquando da prestação de serviços de recepção e execução de ordens não redundam numa menor protecção do investidor ou numa menor eficiência do mercado<sup>14</sup>.

O regime da recepção e execução de ordens divide-se, fundamentalmente, nos dois grandes momentos que se encontram associados à prestação deste serviço de investimento: a recepção da ordem emitida pelo investidor e a execução dessa ordem pelo intermediário financeiro.

No momento do recebimento da ordem que lhe seja dirigida pelo investidor, o intermediário financeiro deve, desde logo, verificar a legitimidade do investidor (artigo 325.º do CVM) e, bem assim, verificar se existe alguma causa que determine a recusa da ordem à luz do artigo 326.º CVM. Do elenco de razões que podem determinar o intermediário financeiro a recusar a ordem de investimento recebida, destacamos (i) o dever de recusar a ordem caso seja evidente que a mesma contraria os interesses do investidor, salvo se este a confirmar por escrito e (ii) o dever de recusar a ordem quando o intermediário financeiro reconheça não estar em condições de prestar ao investidor toda a informação exigida para a realização da ordem.

Quanto ao dever do intermediário financeiro de recusar a ordem quando seja evidente que a mesma contraria os interesses do investidor (artigo 326.º, n.º 1, alínea b), do CVM), não temos dúvidas em afirmar que se alude aqui à obrigação de conhecimento dos clientes (*know your client*) que impende sobre os intermediários financeiros, em especial para aferir quais poderão ser os interesses em jogo em cada ordem de investimento (artigo 304.º, n.º 2, do CVM). Sucede que o dever de recusa consagrado no artigo 326.º, n.º 1, alínea b), do CVM deve ser enquadrado à luz do dever de informação que recai sobre o intermediário financeiro em cada caso. Ora, nos casos do artigo 25.º, n.º 4 (que remete para o n.º 3) da DMIF II ou do artigo 314.º-D, n.º 1, do CVM (são os casos de aplicação do regime *execution-only*) os intermediários financeiros que se limitem a prestar serviços de recepção e execução de ordens estão autorizados a prestar esses serviços de investimento aos seus clientes sem necessidade de obter as informações ou efetuar a determinação da adequação do investimento que deveriam efectuar em condições normais. De onde, em consequência, a análise da eventual contrariedade do investimento para com os interesses do investidor (para determinação do dever de recusa, à luz do artigo 326.º, n.º 1, alínea b), do CVM), a existir, será necessariamente menos exigente do que seria em circunstâncias normais de recepção e execução de ordens.

Por sua vez, quanto ao dever do intermediário financeiro de recusar a ordem quando reconheça não estar em condições de prestar ao investidor toda a informação exigida para a sua realização, não podem deixar de se fazer as seguintes duas breves notas. A primeira, para referir que esta norma espelha uma evidente pretensão do legislador de prever a consequência do incumprimento (antecipável) do dever de informação do intermediário financeiro, ao invés de o remeter para a aplicação do regime de responsabilidade civil, penal ou contraordenacional que no caso lhe coubesse. A forma de o intermediário financeiro responder pelo incumprimento (antecipável) do dever de informação é assacar-lhe a possibilidade de realizar a ordem de investimento em causa. Por outro lado, a segunda nota para referir que, a par do que acontece com o cumprimento do

14 O que resulta claro, desde logo, do Considerando 80 da DMIF II.

dever de informação no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento, também aqui a concreta informação que deva ser prestada ao investidor variará em cada caso, em função das características do investidor e do produto que estejam em causa. Exemplo disso é não apenas o que se acaba de referir a respeito da compatibilização do regime de *execution-only* com o regime do dever de recusa, mas também as obrigações de informação que devem ser prestadas em especial aos investidores não qualificados e de que é exemplo o artigo 328.º, n.º 4, alínea *b*) do CVM.

Ainda quanto ao regime específico dos serviços de recepção e execução de ordens e à actuação do intermediário financeiro no momento do recebimento da ordem que lhe é dirigida pelo investidor, temos que o intermediário financeiro deve definir o prazo de validade da ordem (artigo 327.º-A do CVM), deve transmiti-la a outro intermediário caso não a possa executar (artigo 328.º, n.º 1, do CVM) e deve obedecer a regras específicas de registo (artigo 328.º, n.º 3 e n.º 4, alínea *a*) do CVM).

Por sua vez, no que respeita ao regime dos serviços de recepção e execução de ordens e à actuação do intermediário financeiro no momento da execução das ordens que lhe sejam dirigidas pelo investidor, à falta de acordo em contrário, o intermediário financeiro deve executá-las nas melhores condições e deve empregar na execução das ordens todos os esforços razoáveis para obter o melhor resultado possível para o investidor (artigo 330.º, n.º 2, do CVM). Esta norma corresponde a uma consagração evidente, no âmbito dos serviços de recepção e execução de ordens de investimento, do princípio da protecção dos legítimos interesses dos investidores. Ainda assim, a razoabilidade dos esforços a empregar pelo intermediário financeiro deve ser aferida por respeito às ordens de investimento quando consideradas de forma consistente. É, por isso, admissível que, ocasionalmente, a execução de uma determinada ordem possa mostrar-se menos rentável, sem que isso corresponda à violação de qualquer dever por parte do intermediário financeiro<sup>15</sup>. No que respeita a investidores não profissionais, presume-se que as melhores condições são representadas pela contrapartida pecuniária global auferida pelo investidor (artigo 330.º, n.º 11, do CVM).

Além disso, o intermediário financeiro que preste serviços de recepção e execução de ordens deve adoptar uma política de execução que permita obter o melhor resultado possível e inclua, no mínimo, as formas organizadas de negociação que permitam obter, de forma reiterada, aquele resultado e que, em relação a cada tipo de instrumento financeiro, inclua informações sobre as diferentes formas organizadas de negociação e os fatores determinantes da sua escolha (artigo 330.º, n.º 4, do CVM). A política de execução deve ser comunicada ao investidor, incluindo as suas alterações (artigo 330.º, n.ºs 5 e 6, do CVM) e deve ser periodicamente avaliada pelo intermediário financeiro (artigo 330.º, n.º 9, do CVM).

Por fim, o intermediário financeiro que preste serviços de recepção e execução de ordens deve abster-se de receber qualquer pagamento, desconto ou prestação não pecuniária pela execução de ordens que possa contender com as normas sobre conflitos de interesses (artigo 330.º, n.º 13, do CVM). Entendemos que este dever corresponde a um corolário do dever de reduzir a ocor-

---

15 Neste sentido, APOLÓNIA, Rui (2019). *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, Lisboa: Almedina, p. 115.

rência de conflitos de interesses que vigora em todas as actividades de intermediação financeira (artigo 309.º, n.º 1, CVM) e, como tal, deve estar espelhado na política em matéria de conflitos de interesses do intermediário financeiro (artigo 309.º-A do CVM) e deve ser comunicado ao investidor (artigo 312.º-C do CVM).

Por fim, o legislador nacional estabeleceu ainda de forma específica a responsabilidade dos intermediários financeiros que prestem serviços de recepção e execução de ordens (artigo 334.º do CVM). Ao contrário do que a epígrafe do artigo poderia sugerir, esta norma não trata da consagração de um regime de responsabilidade (civil, penal ou contraordenacional) a que os intermediários financeiros que prestem este tipo de serviços possam estar sujeitos. Do que se trata é de identificar quais são exactamente os actos (em sentido amplo) cuja violação pode fazer desencadear a responsabilidade do intermediário financeiro no contexto da prestação de serviços de recepção e execução de ordens de investimento. Quanto a isso, os receptores e executores de ordens são responsáveis perante o investidor *(i)* pela entrega dos instrumentos financeiros adquiridos e pelo pagamento do preço dos instrumentos financeiros alienados, *(ii)* pela autenticidade, validade e regularidade dos instrumentos financeiros adquiridos e *(iii)* pela inexistência de quaisquer vícios ou situações jurídicas que onerem os instrumentos financeiros adquiridos. Como se verá, este elenco afigura-se fundamental para a conclusão a que chegaremos adiante.

## 4. A suitability e a appropriateness

Iniciámos este texto antecipando desde logo aquela foi a grande diferença trazida pela elevação da consultoria para investimento à categoria de serviço de investimento — o grau de informação “qualificado” sobre o investidor que deve ser obtido pelos intermediários financeiros na prestação desse serviço, no caso e em particular, quando comparado com o grau de informação “simples” que deve ser obtido aquando da prestação de serviços de recepção e execução de ordens de investimento e que dita, num e noutro caso, diferentes responsabilidades perante o investidor.

No que se refere ao grau de conhecimento dos investidores, a DMIF II acolheu o princípio *know your client* (KYC) que já vigorava e que já era conhecido no mercado. De acordo com este princípio, o intermediário financeiro deve solicitar ao investidor, em termos gerais, a informação relativa aos seus conhecimentos, experiência e situação financeira em matéria de investimento, nomeadamente no que respeita ao tipo, volume e natureza de serviços, operações e instrumentos financeiros com que se encontra familiarizado e, bem assim, às suas habilitações académicas.

Porém, como também já tivemos oportunidade de referir, um dos grandes vectores associados à DMIF II foi o desenvolvimento da protecção e salvaguarda dos interesses dos investidores, nomeadamente no que se refere à segurança (leia-se: à informação) que lhes é oferecida pelo mercado. Nessa medida, a DMIF II traçou uma distinção clara entre serviços como a simples recepção, transmissão e execução de ordens e outros serviços de investimento financeiro, em particular a consultoria para investimento.

O intermediário financeiro deve dar cumprimento ao *know your client* nos termos acima referidos em todos os serviços de investimento que possam ser realizados (à excepção, naturalmente, dos casos em que os serviços de recepção e execução de ordens podem ser prestados em regime de

*execution only* e que se encontram listados no artigo 314.º-D do CVM). Esta obrigação encontra-se consagrada na nossa ordem jurídica no artigo 314.º, n.º 1, do CVM. O exacto conteúdo da informação a prestar dependerá apenas da natureza do investidor em causa (não qualificado ou qualificado), no que se tem designado de forma simplista como regra da proporcionalidade inversa: quanto menos qualificado for o investidor, mais e melhor informação haverá a prestar<sup>16</sup>.

No entanto, em determinados casos de serviços de investimento que não a recepção e execução de ordens, essa obrigação materializa-se em algo mais do que o dever de obter apenas as informações atrás identificadas. É a essa diferença que alude o artigo 304.º, n.º 3, do CVM quando refere que, “*se aplicável*”, o intermediário financeiro deve procurar obter mais informação do investidor do que apenas a informação relativa à sua experiência e conhecimentos. Nesses casos — nos quais se insere, para o que aqui releva, a consultoria para investimento — os intermediários financeiros são obrigados a ir mais longe do que a mera avaliação de conhecimentos e experiências do investidor e devem recolher informação também acerca dos objectivos de investimento do cliente, de forma a poderem analisar a adequação da transacção e dos produtos financeiros em causa a esses objectivos. Esta distinção foi expressamente adoptada pelo legislador nacional e resulta particularmente clara da comparação do artigo 314.º, n.º 1, do CVM (sob a epígrafe “*Princípio geral*”) com o artigo 314.º-A, n.º 1, do CVM (sob a epígrafe “*Consultoria para investimento e gestão de carteiras*”).

Assim, com a elevação da consultoria para investimento da categoria de serviço auxiliar para a categoria de serviço de investimento, os intermediários financeiros que actuem como consultores para investimento ficaram incumbidos de dar cumprimento a um *know your client* “qualificado”, que se situa para além do que seria o *know your client* “simples”, associado à recepção e execução de ordens, e que leva o consultor a responder perante o investidor pela adequação do produto aos seus objectivos.

A diferença entre um e outro grau de informação a obter (e a prestar) pelos intermediários financeiros em cada um daqueles serviços tem sido distinguida na doutrina como “*suitability*”, no caso da consultoria para investimento, e “*appropriateness*”, no caso da recepção e execução de ordens. A *suitability*, própria da consultoria para investimento, inclui a análise, pelo intermediário financeiro, do instrumento financeiro individualmente considerado, mas também e além disso, da adequação da transacção aos objectivos do investidor em causa. Por sua vez, a *appropriateness*, própria da recepção e execução de ordens, queda-se apenas pela análise do instrumento financeiro individualmente considerado<sup>17</sup>. O intermediário financeiro encontra-se obrigado a partilhar com o investidor as conclusões a que chegou tanto no “*suitability test*”, como no “*appropriateness test*”, consoante o caso.

Quanto ao acesso, ou não, à informação acerca do cliente, também existem diferenças assinaláveis num e noutro caso. Enquanto que a não obtenção por parte do intermediário financeiro da

16 Assim, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Cabral Tavares), de 6 de Novembro de 2018, processo n.º 2468/16.4T8LSB.L1.S1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

17 Nesse sentido, v. as Perguntas e Respostas sobre novas regras para os mercados e instrumentos financeiros (DMIF II), publicadas pela CMVM em 1 de Agosto de 2018, as Perguntas e respostas sobre princípios básicos de investimento, publicadas pela CMVM em 4 de Janeiro de 2019 e as Orientações relativas a determinados aspectos dos requisitos da DMIF II em matéria de adequação, publicadas pela ESMA em 6 de Novembro de 2018.

informação necessária ao *suitability test* impede-o de prosseguir com a prestação da consultoria para investimento (artigo 314.º-A, n.º 3, do CVM), a não obtenção da informação necessária ao *appropriateness test* não o impede de prosseguir com a transmissão ou a execução da ordem de investimento (desde que o investidor tenha sido informado nos termos do artigo 314.º, n.º 3, do CVM, e desde que salvaguardados os casos em que o intermediário financeiro deve recusar a ordem, nos termos do artigo 326.º do CVM)<sup>18</sup>.

Diferenças que, de resto, são igualmente válidas para os casos em que a informação obtida desaconselha a operação. Ou seja, se o *suitability test* indicar que a transacção ou o instrumento financeiro em causa não são adequados para aquele investidor, o consultor para investimento deve abster-se de realizar a recomendação (artigo 314.º-A, n.º 3, do CVM), ao passo que se o *appropriateness test* indicar que a ordem de investimento não é apropriada, o intermediário pode, ainda assim, prosseguir com a sua transmissão ou execução (desde que o investidor confirme que foi disso informado, nos termos do artigo 314.º, n.º 2, do CVM e salvo os casos em que a desadequação é manifesta, nos termos do artigo 326.º do CVM).

A tutela dos interesses do investidor e o tipo e a intensidade dos deveres que recaem sobre os intermediários financeiros num e noutro caso — e que determinam a responsabilidade que lhes pode ser assacada pelos investidores — são, como se denota, substancialmente diferentes.

## 5. A responsabilidade civil dos intermediários financeiros pela informação e execução da operação

Neste texto pretendemos apurar em que medida as instituições bancárias que, actuando como intermediárias financeiras, prestam informações e recebem e executam ordens de investimento dos seus clientes, respondem perante esses mesmos clientes. Para aí chegar, importa começar por analisar o regime geral de responsabilidade civil a que se encontram sujeitos os intermediários financeiros, aquando da prestação de serviços de investimento, qualquer que seja o serviço concretamente em causa.

Em termos gerais, o incumprimento ilícito pelos intermediários financeiros dos deveres a que se encontram sujeitos é susceptível de desencadear a sua responsabilidade penal, contra-ordenacional e/ou civil. Concentremo-nos, para o que ora releva, apenas no regime de responsabilidade civil, já que é ao abrigo deste que o intermediário financeiro pode vir a responder especificamente perante o investidor lesado (e não perante o mercado ou perante a ordem jurídica, como acontece nas disciplinas contra-ordenacionais e penais, reguladas nos artigos 378.º e seguintes do CVM<sup>19</sup>).

A propósito da responsabilidade civil dos intermediários financeiros, o artigo 304.º-A, n.º 1, do CVM consagra a obrigação de os intermediários financeiros indemnizarem qualquer pessoa pelos

<sup>18</sup> Assim, FAZENDA MARTINS (2000). "Deveres dos Intermediários Financeiros. Em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, p. 344. O Autor conclui mesmo no sentido de que, a não ser assim, estar-se-ia a "fazer recair sobre o intermediário um dever de impossível cumprimento, que prejudicaria gravemente a actividade."

<sup>19</sup> Sobre estes dois regimes, v. APOLÓNIA, Rui (2019). *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, Lisboa: Almedina, pp. 222 e seguintes.

danos causados em consequência da violação de deveres, legais ou regulamentares, que recaiam sobre si e que respeitem à sua organização ou exercício da sua actividade. Mais acrescenta o n.º 2 daquela norma que, quanto a danos causados no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e no que respeita à violação de deveres de informação, presume-se a culpa do intermediário financeiro.

O regime de responsabilidade civil previsto no Código dos Valores Mobiliários exige, assim, a verificação dos mesmos cinco requisitos que são exigidos no regime geral de responsabilidade civil, previsto no Código Civil: (i) uma actuação voluntária, (ii) a ilicitude dessa actuação, (iii) a existência de culpa, (iv) a ocorrência de um dano e (v) o nexo de causalidade entre a actuação e a ocorrência do dano.

Exige-se, porém, neste campo uma *ilicitude especial*: deve estar em causa a violação de deveres sobre a organização ou sobre o exercício da actividade dos intermediários financeiros<sup>20</sup>. Como explica Rui Apolónia, o cerne da ilicitude encontra-se na esfera dos próprios intermediários financeiros, dizendo respeito a deveres que impendem sobre si, e não na esfera do lesado (titular de um direito que eventualmente pudesse ser lesado)<sup>21</sup>. Ainda que este regime pareça poder aproximar-se da figura da responsabilidade civil por violação de normas de protecção de interesses alheios, aqui o legislador terá querido acentuar o peso do incumprimento dos deveres com que são incumbidos os intermediários financeiros, remetendo expressamente para o facto de estarem em causa normas que lhes impõem deveres de actuação.

O que acima se referiu a propósito dos diferentes conceitos e âmbitos de aplicação da *suitability* e da *appropriateness* assume particular relevância na responsabilidade civil dos intermediários financeiros. A definição exacta dos deveres — no caso, dos deveres de informação — a que os intermediários financeiros se encontram sujeitos a respeito da prestação de cada um dos diferentes serviços de investimento é absolutamente determinante para poder apurar, a respeito de cada um desses serviços, se está ou não em causa uma violação desses deveres. O facto de incidirem sobre o consultor para investimento mais deveres de informação e mais densos (*suitability*) do que aqueles que incidem sobre o receptor e executor de ordens (*appropriateness*) implica que o primeiro responda pela não prestação, ou pela prestação defeituosa, de informações que o segundo não se encontra sequer obrigado a prestar<sup>22</sup>.

20 Sobre os requisitos gerais da responsabilidade civil do intermediário financeiro ao abrigo do regime do artigo 304.º-A do CVM, v. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa (Laurinda Gemas), de 11 de Julho de 2019, processo n.º 14285/18.2T8LSB.L1-2, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt). Por sua vez, sobre a *ilicitude especial*, v. Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães (José Flores), de 18 de Dezembro de 2017, processo n.º 2926/16.0T8BRG.G1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

21 APOLÓNIA, Rui (2019). *Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros*, Lisboa: Almedina, pp. 230-231.

22 Sobre o facto de a relação de confiança existente entre o intermediário financeiro e o investidor poder fazer recair sobre o primeiro a prestação de informações que, à partida, não seriam obrigatórias, v. FAZENDA MARTINS (2000). "Deveres dos Intermediários Financeiros. Em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, p. 335. O Autor entende que a relação de confiança que se estabelece entre o intermediário financeiro e o investidor (qualificado ou não qualificado) pode determinar que o primeiro deva indemnizar o segundo pela ocorrência de danos resultantes da falta de informação que, não sendo obrigatório prestar, a relação de confiança existente entre ambos exigia que tivesse sido prestada. Conclui, por isso, que o regime da prestação de informação consagrado no artigo 314.º do CVM se destina a delimitar a presunção de culpa do artigo 304.º-A, n.º 2, mas não impede o que se acaba de referir. A posição deste Autor parece consentânea com o seu entendimento de que o princípio *know your client* deve ser conjugado com o princípio da protecção dos interesses do investidor e com o princípio da boa fé, assim se conferindo um sentido mais amplo à noção de conhecimento do cliente, que, no seu entendimento, deve fazer recair sobre o intermediário financeiro uma verdadeira obrigação no sentido de impedir que os clientes entrem em transacções ruins, mesmo que ordenadas por si (*ob cit.*, p. 344).

Haverá ainda casos em que a culpa do intermediário financeiro pode ser presumida. Quanto a esses, operará uma inversão do ónus da prova e caberá ao intermediário financeiro demonstrar que actuou sem culpa<sup>23</sup>. Note-se que, no entanto, ao contrário do que sucede no regime geral da responsabilidade civil contratual (artigo 799.º, n.º 1, do Código Civil), a presunção de culpa do intermediário financeiro e consequente inversão do ónus da prova não se limita às relações contratuais ou pré-contratuais. Ao prever que a presunção de culpa opera também quando o dano seja causado pela violação de deveres de informação (artigo 304.º-A, n.º 2, *in fine*), o legislador deliberadamente pretendeu fazer operar esta presunção também no âmbito da responsabilidade extracontratual (isto é, extra responsabilidade contratual e extra responsabilidade pré-contratual).

Por fim, uma última nota para destacar que, sendo o regime de responsabilidade civil previsto no Código dos Valores Mobiliários um regime especial face ao regime geral previsto no Código Civil, deve o mesmo ser complementado por tudo o que não se encontra aí especificamente regulado. Nesse sentido, se o investidor não presta colaboração, se dispensa ou se ignora as informações prestadas pelo intermediário financeiro, dependendo do caso concreto, poderá ser de fazer operar o instituto da culpa do lesado e excluir a responsabilidade do intermediário financeiro (artigo 570.º, n.º 1, e, em especial, n.º 2, do Código Civil)<sup>24</sup>.

## 6. Em especial, a responsabilidade civil da instituição bancária que actuou como intermediária financeira

Aqui chegados, resulta evidente a colocação do problema que pretendemos tratar. Referimo-nos aos casos em que as instituições bancárias receberam e executaram ordens de investimento dos seus clientes e, no momento anterior à recepção e execução da ordem, prestaram informações acerca dos produtos financeiros em causa.

A questão que se coloca é a de saber se essa prestação de informações pode ou deve ser entendida como um caso de consultoria para investimento ou se, pelo contrário, é uma prestação complementar à própria actividade de recepção e execução de ordens.

A resposta à questão que deixamos colocada é, evidentemente, decisiva. Se a actuação da instituição bancária for entendida como consultoria para investimento (seguida de uma execução de ordem), então no caso de insucesso da operação, o banco poderá vir a responder perante o investidor por não ter cumprido os deveres de informação em toda a sua extensão e por não ter

23 Sobre a inversão do ónus da prova a respeito da ilicitude do intermediário financeiro não dispensar o investidor da prova do dano e do nexo de causalidade, v. Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Maria dos Prazeres Pizarro Beleza), de 30 de Abril de 2019, processo n.º 2632/16.6T8LRA.L1.S1 e Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Ilídio Sacarrão Martins), de 21 de Fevereiro de 2019, processo n.º 2340/16.8T8LRA.C2.S1, ambos disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt). Também o já citado Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães (José Flores), de 18 de Dezembro de 2017, processo n.º 2926/16.0T8BRG.G1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), defende a inversão do ónus da prova apenas quanto à culpa do intermediário financeiro (e já não quanto à ilicitude ou quanto ao nexo de causalidade). Ambos concluem no sentido de que, ainda que sendo de admitir a verificação de ilicitude e a presunção de culpa, não há lugar a indemnização por não ter resultado demonstrado pelo investidor (autor na acção) a verificação do nexo de causalidade.

24 Sobre a ponderação deste instituto na responsabilidade civil dos intermediários financeiros, v. os dois votos de vencido do Conselheiro Nuno Manuel Pinto Oliveira nos já citados Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça (Maria dos Prazeres Pizarro Beleza), de 30 de Abril de 2019, processo n.º 2632/16.6T8LRA.L1.S1 e (Ilídio Sacarrão Martins), de 21 de Fevereiro de 2019, processo n.º 2340/16.8T8LRA.C2.S1, ambos disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).



informado o cliente sobre adequação da transacção aos seus objectivos (*suitability test*). Por outro lado, se a actuação da instituição financeira for entendida como recepção e execução de ordens de investimento (ainda que acompanhada por informações prestadas de forma complementar), a sua responsabilidade ficará limitada à falta de informação ou falta de correcção da informação relativa ao instrumento transaccionado (*appropriateness test*).

A responsabilidade civil da instituição bancária que actuou como intermediária financeira dependerá, em síntese, da natureza que se atribua a essa actividade. Apenas a definição dessa actividade como consultoria para investimento, acompanhada de recepção e execução de ordens de investimento, ou, em alternativa, como recepção e execução de ordens de investimento, acompanhada dos respectivos serviços auxiliares/informações complementares, permite delimitar o âmbito dos deveres de informação que impendiam sobre a instituição bancária e a respectiva responsabilidade pelo seu incumprimento (não existindo um dever de prestar que tenha sido violado, não existe, por maioria de razão, ilicitude ou responsabilidade).

Adiante-se, desde já, o seguinte: não existe na lei nacional ou comunitária uma resposta clara a esta questão. Ainda assim, parece-nos que existem elementos suficientemente fortes para concluir que as informações prestadas pelas instituições bancárias no termos a que aqui aludimos devem ser tomadas como complementares do serviço de recepção e execução de ordens de investimento e não como um serviço autónomo de consultoria para investimento.

Os casos a que nos referimos não se reportam a situações em que o banco e o respectivo cliente entenderam formalizar um acordo através do qual o primeiro se obriga a analisar as ofertas disponíveis no mercado e, tendo em conta a situação financeira, experiência e conhecimentos do segundo, a aconselhá-lo com uma determinada decisão de investimento. Admitimos a existência desses casos, sobretudo no designado segmento *private* das instituições financeiras, mas não é a eles que nos referimos.

Do que aqui tratamos é da situação mais recorrente em que o cliente bancário pretende rentabilizar os seus depósitos bancários e, nesse sentido, procura junto do banco (muitas vezes, logo ao balcão) informações acerca de produtos financeiros que aí se encontram disponíveis para investimento. Neste tipo de situações, que frequentemente ocorrem quando se vence um determinado investimento anteriormente realizado, o cliente já decidiu o sentido da sua actuação e pretende tão-só que lhe sejam apresentados os produtos financeiros de que o banco dispõe (isto é, que pode executar) e nos quais poderá investir as suas poupanças.

Ora, nesses casos, existe um nexo de acessoriedade entre a prestação pretendida pelo cliente a título principal (a execução da ordem, o investimento das poupanças) e as informações que são prestadas e a recomendação que eventualmente possa ser feita. E é esse nexo de acessoriedade que determina, no nosso entendimento, o carácter meramente complementar da prestação de informações pela instituição bancária, a qual é insuficiente para que possa ser entendido como uma recomendação personalizada de investimento ou como um conselho personalizado sobre um sentido de actuação.

Em casos como os aqui descritos, o cliente só se dirige ao banco para obter a informação porque sabe que a actividade do banco inclui a execução de ordens de investimento e pretende que

seja o banco a executar a sua ordem. Mais, a própria relação que se estabelece com o cliente aquando da prestação de informação também demonstra que o cliente não contrata serviços de aconselhamento e nem sequer remunera o banco, através do pagamento de qualquer comissão, pela prestação daquela informação. Ora, qualquer cliente reconhece que a actividade bancária é remunerada e, mesmo no âmbito da sua actuação como intermediários financeiros, as instituições bancárias fazem-se pagar pelos serviços prestados. É o carácter remunerado dos seus serviços que permite aos clientes assacarem responsabilidade às instituições bancárias no âmbito da sua actividade e no pós-serviço. Porém, nos contactos que aqui descrevemos, não se estabelece um vínculo suficientemente forte entre o banco e o cliente que permita que este crie uma expectativa legítima de que está a ser aconselhado de forma personalizada e que poderá cobrar ao banco a eventual desadequação da recomendação. Nestes casos, a informação prestada visa apenas apresentar o produto, cabendo ao investidor julgá-lo adequado, ou não.

Sem prejuízo da análise de cada caso concreto, a identificação daquela que é comumente a vontade real do cliente e a razoabilidade dos juízos de experiência comum apontam no sentido de que, nestas circunstâncias, os bancos não prestam serviços de consultoria para investimento, mas antes se limitam a prestar informações complementares aos serviços de recepção e execução de ordens que realizam e que constituem a prestação pretendida pelo cliente a título principal.

É exactamente nesse sentido que o Considerando 16 do Regulamento Delegado da DMIF II esclarece que os actos preparatórios à prestação de um serviço de investimento integram esse próprio serviço de investimento, ainda que os mesmos consistam na *"prestação por uma empresa de investimento de consultoria genérica a clientes ou clientes potenciais, antes da prestação da consultoria para investimento ou de qualquer outro serviço"*. Se assim é, então, por maioria de razão, as informações que sejam prestadas de forma complementar aos serviços de recepção e execução de ordens de investimento integram, para este efeito, o próprio serviço de recepção e execução de ordens de investimento (que é um serviço de investimento).

Também assim, o Considerando 17 do Regulamento Delegado da DMIF II esclarece que *"a apresentação de uma recomendação geral sobre uma transação num instrumento financeiro ou num tipo de instrumento financeiro constitui uma prestação de um serviço auxiliar"*. De onde, mais uma vez, as informações apresentadas pelo banco ao seu cliente, ainda que pudessem traduzir uma recomendação geral de investimento, configuram um serviço auxiliar da actividade de recepção, transmissão e execução de ordens.

Por sua vez, o artigo 291.<sup>o</sup>, alínea c), do CVM define como serviço auxiliar de investimento a elaboração de recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros. Ainda que não seja directamente aplicável ao caso que analisamos, esta norma permite inferir que o legislador admite que a prestação de informações acerca de produtos financeiros e subsequente recomendação de investimento possa configurar, em determinados casos, um serviço auxiliar de investimento e não necessariamente um serviço de consultoria para investimento.

Tudo visto, não podemos deixar de reconhecer que a conformação de cada situação dependerá, em larga medida, das circunstâncias do caso concreto. Ainda assim, e tendo em conta aquela que é a nossa experiência a respeito dos cada vez mais recorrentes litígios relativos à responsabilidade civil dos intermediários financeiros, somos a entender que na generalidade das situações em

que as instituições bancárias receberam e executaram ordens de investimento dos seus clientes e que, no momento anterior à recepção e execução da ordem, prestaram informações acerca dos produtos financeiros em causa, não foi prestado um serviço de consultoria financeira. Nestes casos, a eventual responsabilidade civil da instituição bancária deverá ficar limitada à obrigação de apresentação do produto, das suas características e do respectivo nível de risco (*appropriateness*).

É certo que se fará operar a cláusula de presunção de culpa constante do artigo 304.º-A, n.º 2. No entanto, como acima se deixou evidenciado, esta presunção não dispensa o lesado de demonstrar os demais requisitos daquela norma e, em particular, a ilicitude (em harmonia com o que estabelece o artigo 334.º do CVM) e o nexo de causalidade, que, julgamos, não se verificarão na maioria dos casos.

A prova do nexo de causalidade é, de acordo com a nossa experiência, a pedra de toque da efetivação da responsabilidade dos intermediários financeiros. Com efeito, mesmo existindo apenas um dever de *appropriateness* e não de *suitability*, o lesado não é dispensado de demonstrar que foi a falta de prestação ou a prestação defeituosa da informação que deu causa aos danos. E, para o efeito, não bastará evidentemente alegar que desconhecia que a superveniência de um ou outro acontecimento poderia influir no sucesso ou insucesso da operação. De resto, os casos em que os investidores pretendem apenas assacar dos intermediários financeiros a compensação pela ocorrência de eventos que são normais no mercado e pela ocorrência de factos que, sendo imprevisíveis, não foram previstos (nomeadamente, a crise de 2008-2011 e a respectiva volatilidade dos mercados ou insolvência de emitentes e garantes) têm sido genericamente rejeitados pela jurisprudência nacional por (i) não consubstanciarem, na maioria das vezes, circunstâncias que devessem ser previstas ou comunicadas e (ii) por não constituírem um nexo de causalidade *adequada* entre os danos e a conduta ilícita (quando existente). Começa assim a existir uma tendência jurisprudencial relativamente sólida no sentido de reconhecer a inexistência de investimentos absolutamente seguros e a impossibilidade de imputar aos intermediários financeiros a responsabilidade pela desvalorização ou pela perda de investimentos, sobretudo quando nada se reclamou durante o seu sucesso.