

## O regime dos inducements à luz da DMIF II

BERNARDO CORTES\*

SUMÁRIO: *Introdução. Capítulo I – Proibição genérica de inducements no âmbito da DMIF II: 1.1. Excepções à norma proibitiva geral; 1.2. Um contributo da DMIF II – Concretização dos critérios legitimadores de inducements; 1.3. O dever de conservação de documentos e o dever de informação. Capítulo II – Proibições específicas de inducements no âmbito da DMIF II: 2.1. A consultoria para investimento a título independente; 2.2. A gestão de carteiras; 2.3. Os benefícios não monetários não significativos. Capítulo III – Research enquanto inducement: 3.1. Aplicação do regime dos inducements às recomendações de investimento – Uma questão controversa; 3.2. Recebimento legítimo de research oneroso; 3.3. Research como um benefício monetário não significativo. Capítulo IV – Protecção dos investidores como fim em si mesmo? Efeitos negativos do regime dos inducements na DMIF II.*

RESUMO: Na sequência da crise da dívida europeia de 2010, a prática do pagamento de *inducements* a empresas de investimento no âmbito da prestação de serviços de investimento aos seus clientes tem sido um assunto extremamente controvertido. Não obstante tratar-se de uma prática comum no dia-a-dia negocial das instituições financeiras, o recebimento de benefícios pagos por terceiros tem sido amplamente considerado como um factor de relevo na origem de conflitos de interesse na esfera da empresa de investimento.

Neste sentido, a Directiva 2014/65/UE (também conhecida como a Directiva de Mercados e Instrumentos Financeiros – DMIF II) introduziu uma série de novas disposições referentes aos *inducements* com o claro objectivo de reforçar a protecção dos investidores e aumentar a clareza para os clientes quanto ao serviço

\* Bernardo Cortes licenciou-se em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa em 2017, tendo completado o Mestrado em Direito Empresarial na Universidade Católica Portuguesa em 2019.

Prepara actualmente a admissão à Ordem dos Advogados.  
bernardogmcortes@gmail.com

que estão a receber. Neste âmbito, o foco do legislador europeu centrou-se na recém-criada consultoria de investimento independente e na tradicional gestão de carteiras – com a sujeição de ambos estes serviços de investimento a um regime específico de recebimento de *inducements* mais restritivo – bem como na *research* como uma possível forma de benefício não monetário.

Neste estudo procuro: i) analisar a proibição genérica de *inducements* estabelecida pela DMIF II e compará-la com o quadro normativo presente na DMIF I; ii) analisar e avaliar a implementação do regime marcadamente proibitivo de recebimento de *inducements* a que ficaram sujeitos os dois serviços de investimento acima referidos; iii) apreciar os méritos do novo entendimento do *research* enquanto *inducement*; e, por último, iv) julgar a eficácia das referidas soluções legislativas europeias e analisar os seus efeitos no mercado financeiro e na tão desejada obtenção de uma maior protecção dos investidores.

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

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

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

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

## Introdução

O presente estudo tem por objecto o regime dos benefícios, ou *inducements*, introduzido pela Directiva 2014/65/EU, de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II).

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

Tendo dito isto, o objectivo deste estudo consiste precisamente em analisar o novo regime dos *inducements* nas suas diversas vertentes, e, em última análise, os seus efeitos materiais no mercado financeiro europeu.

Neste sentido, o Capítulo I centrar-se-á na proibição genérica de recebimento de *inducements* por parte de empresas de investimento, no âmbito da prestação de serviços de investimento que não a consultoria para investimento a título independente e a gestão de carteiras. Especial relevo será dado à concretização dos critérios legitimadores dos *inducements*, questão muito controvertida durante a vigência do regime DMIF I e que o novo diploma procurou resolver.

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

No Capítulo III, por sua vez, as novas regras relativas às recomendações de investimento enquanto *inducements*, também elas uma novidade trazida pela DMIF II, assumem o papel central da análise.

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

## CAPÍTULO I

**Proibição genérica de *inducements* no âmbito da DMIF II**

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

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

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

A problemática do recebimento de *inducements* foi enquadrada pela DMIF II na questão mais ampla do conflito de interesses<sup>3</sup>, como de resto se constata

<sup>1</sup> Directiva 2006/73/CE da Comissão de 10 de Agosto de 2006.

<sup>2</sup> Artigo 26.º/1 da Directiva de Implementação DMIF I.

<sup>3</sup> Sobre esta temática, ver GRUNDMANN, STEFAN, HACKER, PHILLIP, “Conflicts of Interest”, in *Regulation of the EU Financial Markets – MIFID II and MIFIR*, Danny Busch/Guido Ferrarini (eds.), 1.ª Edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017; e FERREIRA GOMES, JOSÉ, “Conflito de interesses e

no artigo 23.º/1 do referido diploma, no qual recebimento de benefícios de terceiros é destacado como uma possível causa deste fenómeno. Importa esclarecer que, para efeitos do que é aqui escrito, entende-se existir um conflito de interesses quando estejam preenchidos os seguintes requisitos: (i) interesses conflitantes; (ii) poder decisório e margem de discricionariedade; (iii) dever de agir no interesse de outrem/dever de lealdade<sup>4</sup>.

O dever de agir no interesse de outrem decorre do dever geral de lealdade e encontra-se previsto no artigo 24.º/1 da DMIF II, que estabelece a exigência de as empresas de investimento, no âmbito da prestação de um serviço de investimento ou auxiliar, actuarem de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos melhores interesses do cliente (*duty to act in the best interest of the client*)<sup>5</sup>. Este é, portanto, um dever transversal à actuação de qualquer empresa de investimento<sup>6</sup>, inerente ao seu papel enquanto intermediário financeiro.

É relativamente ao requisito da existência de interesses conflitantes que a questão dos *inducements* assume o papel central. Em teoria, o interesse de uma empresa de investimento será prestar o seu serviço de investimento de acordo com o melhor interesse do seu cliente, não só porque tem o dever jurídico de tal, mas também porque é remunerada por este e a sua reputação no mercado depende do bom serviço que preste aos seus clientes<sup>7</sup>. No entanto, a existência de um *inducement* de um terceiro tem o potencial de desvirtuar esta relação. Imagine-se, por exemplo, uma situação em que um pequeno investidor,

benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a DMIF II”, in Câmara, Paulo (coord.) *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017.

<sup>4</sup> PATRÍCIO CARMO, MARIA DO MAR, *Conflitos de interesse na intermediação financeira – Uma abordagem à luz da DMIF II e tomando como paradigma o Banco como Intermediário Financeiro*, LLM (Católica Global School of Law) Working Paper No. 3/2018, disponível em: <https://governancelab.org/category/working-papers/>.

<sup>5</sup> Ver ENRIQUES, LUCA e GARGANTINI, MATTEO, “The overarching duty to act in the best interests of the cliente in MiFID II”, in Busch, Danny/Ferrarini, Guido (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, 1.ª Edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017; CARNEIRO DA FRADA, MANUEL, “A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros”, in Câmara, Paulo (coord.) *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017; ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ, *Deveres e Responsabilidades do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*, Cadernos MVM 56 (2017); e BARRETO MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016.

<sup>6</sup> CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Ed., Almedina, 2018, p. 420.

<sup>7</sup> Como afirma George Papaconstantinou, a exploração do conflito de interesses por parte de uma empresa de investimento pode ter relevantes consequências reputacionais, levando a uma erosão do rendimento à medida que os seus clientes se viram para firmas concorrentes. PAPACONSTANTINO, GEORGE, *Investment Bankers in Conflict: The Regime of Inducements in MiFID II and the Member States’ Struggle for Fairness* (Dezembro 2016), p. 363, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3299630>.

com conhecimento reduzido do mercado financeiro, contrata uma empresa de investimento para lhe prestar um serviço de consultoria para investimento e que, sem tal comunicar ao cliente, esta última recebe uma comissão sempre que privilegiar os instrumentos financeiros de determinado terceiro no exercício da sua consultoria. Se a comissão for suficientemente relevante, a empresa de investimento pode cair na tentação de aconselhar o cliente contra o seu melhor interesse, privilegiar esse terceiro e receber uma comissão. Nesta situação criar-se-á então um conflito de interesses na esfera do intermediário financeiro, ou, mais correctamente, um conflito entre o interesse do próprio intermediário em receber o *inducement* e o seu dever de agir no interesse do cliente<sup>8</sup>.

O risco real da empresa de investimento violar o seu dever de lealdade para com cliente, dando primazia ao seu próprio interesse, justifica, na óptica do legislador europeu, o estabelecimento da presunção inilidível *supra* referida, de modo a reforçar a protecção dos investidores e aumentar a clareza para os clientes quanto aos serviços que recebem, porventura em detrimento das próprias empresas de investimento, que, como consequência deste regime proibicionista, vêem ser-lhes negada uma tradicional fonte de rendimento. Por outras palavras, o receio que, com a concessão de eventuais benefícios, o intermediário seja tentado a escolher prosseguir outros interesses que não os dos seus clientes<sup>9</sup>, leva a que o Direito presuma o sentido da escolha e previna a tentação, eliminado deste modo a possibilidade de abuso<sup>10</sup>.

### 1.1. *Excepções à norma proibitiva geral*

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

A primeira destas excepções é a de que a proibição de *inducements* não se aplica quando o benefício em causa seja pago por ou ao cliente, ou a pessoa em seu nome. A razão desta excepção é evidente – se é o cliente que paga ou

<sup>8</sup> LEITE BORGES, SOFIA, “A consultoria para o investimento e o regime dos benefícios no Código dos Valores Mobiliários e na segunda Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)”, *RDS VIII* (2016), n.º 2, p. 300.

<sup>9</sup> BARRETO MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, *supra* nota 5, p. 302.

<sup>10</sup> VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992.

recebe a comissão então estaremos no âmbito da relação directa (*direct fees*) deste com a empresa de investimento, estando aqui em causa a remuneração pelos serviços prestados, pelo que esta última não terá, em princípio, qualquer incentivo para agir contra o melhor interesse do cliente<sup>11</sup>. Além disso, sendo o próprio cliente o responsável pelo *inducement*, é ele que determina até que ponto este serve de incentivo<sup>12 13</sup>.

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

Em terceiro e último lugar, pagamentos ou prestações que possibilitem ou sejam necessários para a prestação de serviços de investimento, e que, devido à sua natureza, não sejam suscetíveis de dar origem a conflitos com o dever de a empresa de investimento agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes também não se encontram abrangidos pela proibição de *inducements*<sup>14</sup>. Porém, este tipo de remunerações são apenas admitidas (i.e., *proper fees*) se não forem lesivas dos interesses do cliente<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> Neste sentido, ver CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, pp. 434–435; e BUSCH, DANNY, “MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms” (Novembro, 2017), *Capital Markets Law Journal* 2017/3, p. 36, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3063236>.

<sup>12</sup> BUSCH, DANNY, *supra* nota 11, p. 36.

<sup>13</sup> Note-se no entanto que o facto de o custo económico do benefício ser suportado pelo cliente não é suficiente, por si só, para que se possa considerar que este se encontra no âmbito da relação directa entre a empresa de investimento e o cliente, devendo ser tidos em conta outros factores na análise da permissibilidade desse benefício. Ver CESR, *Inducements under MFID Recommendations*, CESR/07-228, Maio 2007, pp. 6–7.

<sup>14</sup> O terceiro parágrafo do artigo 24.º/9 da DMIF II apresenta uma lista não exaustiva deste tipo de pagamentos, na qual se incluem os custos de custódia, as comissões de compensação e troca, as taxas obrigatórias e as despesas de contencioso. Neste sentido, ver BRENNCKE, MARTIN, “Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21–30 MiFID II” (Agosto 2017), in Lehmann/Kumpan (eds.), *Financial services law: a commentary*, Beck/Hart/Nomos 2017, p. 40, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3014392>.

<sup>15</sup> Câmara, Paulo, *supra* nota 6, p. 407.

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

Tal como acontece em relação à norma proibitiva geral, também as exceções à mesma se encontravam já previstas nas alíneas do artigo 26.º da Directiva de Implementação DMIF I. A grande novidade nesta área introduzida pela DMIF II, através da sua Directiva de Nível II (Directiva Delegada DMIF II)<sup>16</sup>, foi a de estabelecer critérios específicos que permitem julgar e avaliar quando é que um *inducement* cai no âmbito de aplicação da exclusão prevista nas alíneas a) e b) do artigo 24.º/9 DMIF II – isto é, quando é que se pode considerar que um *inducement* se destina a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não interfere na obrigação da empresa de investimento de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes.

A introdução de um conjunto de regras que permitissem densificar os conceitos respeitantes aos *inducements* e às suas exceções foi algo que se evidenciou patentemente necessário logo após a entrada em vigor da DMIF I, uma vez que a aplicação na prática das condições, bastante genéricas, estabelecidas pelo artigo 26.º da sua Directiva de Implementação revelou-se problemática e controvertida – especialmente a discussão de saber as circunstâncias nas quais um *inducement* cumpre as exigências de melhoria da qualidade do serviço e de não interferir nas obrigações da empresa de investimento<sup>17</sup>. Nesta medida, a adição destes critérios pelo legislador reveste uma especial importância, sendo de louvar a resposta dada aos problemas práticos suscitados pelos conceitos indeterminados da DMIF I.

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

<sup>16</sup> Directiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de Abril de 2016.

<sup>17</sup> Ver SILVERENTAND, LARISSA, SPRECHER, JASHA e SIMONS, LISETTE, “Inducements, in Regulation of the EU Financial Markets – MIFID II and MIFIR”, Danny Busch/Guido Ferrarini (eds.), 1.ª Edição, Oxford (UK), Oxford University Press, 2017, pp. 207-209; e MATÍAS, TIAGO DOS SANTOS, “Research e Inducements: o que foi não volta a ser. Breve incursão, funcional, pelas novas regras da DMIF II”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 57 (2017), p. 42.



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

Em relação ao primeiro destes critérios, o benefício só poderá ser considerado como “*quality enhancing*” se o valor dos incentivos recebidos pela empresa de investimento for proporcional à vantagem recebida pelo cliente. Deste modo, não basta que o *inducement* se limite a melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente pela empresa de investimento para que este se enquadre na excepção do artigo 24.º/9 da DMIF II – é antes necessário que esta melhoria qualitativa seja proporcional ao benefício recebido pela empresa de investimento. O artigo 11.º/2/a) da Directiva Delegada DMIF II<sup>18</sup> apresenta uma lista não exaustiva de situações nas quais o benefício retirado pelo cliente da melhoria do serviço pode ser proporcional ao nível dos incentivos recebidos pela empresa de investimento.

No que diz respeito ao segundo critério, de acordo com a alínea b) do artigo 11.º/2 da Directiva Delegada DMIF II<sup>19</sup>, outra das condições para se considerar que o benefício em questão foi concebido com a intenção de reforçar a qualidade do serviço é a de este não beneficiar directamente a empresa destinatária, os seus acionistas ou trabalhadores, sem qualquer vantagem concreta para o cliente em causa. Numa primeira análise pode ser difícil reconhecer um sentido útil a esta condição, na medida em que existindo a exigência (tal como prevista no artigo 24.º/9/a) DMIF II) de melhoria da qualidade do serviço prestado ao cliente, dela decorre logicamente o requisito de que este não pode conferir um benefício à empresa de investimento sem atribuir qualquer vantagem ao seu cliente. No entanto, o ponto fundamental desta alínea é, como já foi referido, a concretização desta vantagem – ou seja, de acordo com a norma, não basta que

<sup>18</sup> Transposto no artigo 313.º-A/1/a) CdVM.

<sup>19</sup> Transposto no artigo 313.º-A/1/b) CdVM.

o benefício aproveite também ao cliente, a vantagem retirada por este tem de ser concreta e não abstracta.

Finalmente, o terceiro critério é o da continuidade no tempo. A alínea c) do artigo 11.º/2 da Directiva Delegada DMIF II<sup>20</sup> exige que tanto a vantagem obtida pelo cliente como o *inducement* auferido pela sociedade de investimentos sejam contínuos temporalmente. Nesta medida, o legislador, a julgar pela letra da lei, parece ter afastado a validade dos *one-off inducements*, isto é, benefícios pagos de maneira pontual e não contínua<sup>21</sup>. Pelo contrário, a ESMA, no seu parecer técnico à Comissão a respeito da DMIF II e do RMIF<sup>22</sup>, admite a possibilidade destes benefícios pontuais,<sup>23</sup> o que levou alguns autores a considerar que o afastamento preconizado pela Directiva Delegada DMIF II tratar-se-ia de um “*drafting error*”<sup>24</sup>. No entanto, o facto de a redacção final da norma ter permanecido inalterada em relação à versão que constava no *draft* original, mesmo depois do parecer da ESMA, demonstra uma intenção clara do legislador europeu de afastar a permissibilidade dos benefícios não contínuos. Esta é uma decisão que não se pode deixar de criticar. De facto, como demonstra o parecer técnico da ESMA, não se vislumbra qualquer razão que justifique esta correlação entre a continuidade do benefício e o melhoramento da qualidade do serviço prestado. De igual maneira, não parece existir nenhuma razão para que um *one-off inducement* não possa ser considerado como concebido para reforçar a qualidade do serviço, desde que cumpra os supramencionados critérios da proporcionalidade e da concretização<sup>25</sup>.

De qualquer maneira, mesmo que se encontrem preenchidos todos os requisitos do artigo 11.º/2 da Directiva Delegada DMIF II, o segundo parágrafo do mesmo artigo acrescenta que o *inducement* não será considerado aceitável caso a prestação de serviços ao cliente seja enviesada ou distorcida em resultado desse mesmo benefício<sup>26</sup>. Percebe-se a necessidade da consagração desta *fail safe*, ou norma de segurança, pelo legislador, não querendo este correr o risco de permitir a existência de *inducements* que, embora tecnicamente aceitáveis (no sentido de não violarem nenhum dos critérios do artigo 11.º/2 da Directiva Delegada DMIF II), desvirtuem na prática a prestação do serviço. No entanto, é preciso fazer notar que, com a intenção louvável de especificar

<sup>20</sup> Transposto no artigo 313.º-A/1/c) CdVM.

<sup>21</sup> BRENNCKE, MARTIN, *supra* nota 14, p. 39.

<sup>22</sup> Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014.

<sup>23</sup> ESMA, *Final Report: ESMA’s technical advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, p. 142.

<sup>24</sup> BRENNCKE, MARTIN, *supra* nota 14, p. 39.

<sup>25</sup> Partilhando deste entendimento, BRENNCKE, MARTIN, *supra* nota 14, p. 39.

<sup>26</sup> Transposto no artigo 313.º-A/2 CdVM.

e clarificar em que é que consiste o requisito da melhoria da qualidade da prestação do serviço, o legislador acabou por recorrer a outros termos igualmente vagos e abstractos. A discussão passará, deste modo, de saber quando é que um *inducement* se destina a reforçar a qualidade da prestação do serviço para quando é que um *inducement*, que comprovadamente o faz, desvirtua ou enviesa essa mesma prestação.

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

A Directiva Delegada DMIF II vem igualmente consagrar, em relação ao primeiro, e elaborar, em relação ao segundo, dois deveres específicos que recaem sobre as empresas de investimento que recebam *inducements*: o dever de conservação de documentos e o dever de informação<sup>27</sup>. O primeiro destes deveres estabelece a obrigação de as empresas de investimento conservarem provas de quaisquer *inducements*, pagos recebidos pela empresa, concebidos para reforçar a qualidade do serviço prestado ao cliente (i) mantendo uma lista interna de todos os *inducements* recebidos pela empresa de investimento da parte de um terceiro em relação à prestação de serviços de investimento ou serviços auxiliares; e (ii) registando o modo como esses mesmos benefícios melhoram, em concreto, a qualidade dos serviços prestados aos seus clientes, bem como as medidas tomadas para não prejudicar a obrigação da empresa de actuar de forma honesta, equitativa e profissional, em função dos melhores interesses do cliente<sup>28</sup>. Sobressai aqui, tal como na alínea c) do n.º 2 do artigo 11.º, a preocupação do legislador de que a vantagem recebida pelo cliente com o reforço da qualidade do serviço seja real e concreta, obrigando, através deste dever, as empresas de investimento a serem capazes de provar a existência de uma melhoria de qualidade no serviço prestado.

No que diz respeito ao dever de informação que as empresas de investimento têm para com os seus clientes no âmbito do recebimento de benefícios, este encontra-se previsto no segundo parágrafo do artigo 24.º/9 da DMIF II, sendo depois concretizado nas alíneas do artigo 11.º/5 da Directiva Delegada DMIF II. Ambos os preceitos foram transpostos para o Código dos Valores Mobiliários, na alínea a) do n.º 1 do artigo 313.º e nas alíneas do n.º 2 do mesmo artigo, respectivamente<sup>29</sup>. De acordo com a primeira parte do primeiro destes

<sup>27</sup> MATÍAS, TIAGO DOS SANTOS, *supra* nota 17, p. 43.

<sup>28</sup> Artigo 11.º/4/a) e b) da Directiva Delegada DMIF II

<sup>29</sup> Este dever de informação específico enquadra-se no dever de informação geral que um intermediário financeiro deve ao seu cliente, que se funda nos artigos 304.º/1 e 312.º/1 CdVM. Em concreto,

artigos, a existência, a natureza e o montante do *inducement*, ou, se o montante não puder ser determinado, o método de cálculo desse montante, devem ser claramente divulgados ao cliente de modo completo, exato e compreensível, antes da prestação do serviço de investimento ou auxiliar relevante. Esta parte da norma encontra-se inalterada em relação aquilo que se encontrava previsto no artigo 26.º/b)/i) da Directiva de Implementação DMIF I. A novidade introduzida pelo regime DMIF II neste âmbito encontra-se na segunda parte deste parágrafo, que institui a obrigação, quando for caso disso, da empresa de investimento informar o seu cliente sobre os mecanismos de transferência para este das remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias recebidos em relação à prestação do serviço de investimento ou auxiliar. A *ratio* desta adição prende-se com o facto de a DMIF II dar especial ênfase à necessidade de as empresas de investimento transmitirem para os seus clientes quaisquer benefícios indevidamente recebidos por esta<sup>30</sup>.

## CAPÍTULO II

### **Proibições específicas de *inducements* no âmbito da DMIF II**

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

De facto, a grande inovação da DMIF II foi antes a criação de normas específicas relativas aos benefícios pagos por um terceiro a uma empresa de investimento quando esta esteja a prestar serviços de consultoria para investimento a título independente e/ou serviços de gestão de carteiras<sup>31</sup>. Conforme esta-

este último artigo estabelece que o intermediário financeiro deve prestar ao cliente, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efectivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada. Sobre este dever geral de informação, *ver* MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, *Direito Bancário*, 6.ª Ed., Almedina, 2016, pp. 402-415; CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, pp. 413-420; e BARRETO MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, *supra* nota 5, pp. 305-306.

<sup>30</sup> Neste sentido, veja-se o Considerando 74 da DMIF II.

<sup>31</sup> ESMA, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, p. 127.

belece o artigo 24.º/7/b) da DMIF II, quando uma empresa de investimento preste um serviço de consultoria para investimento a título independente a um cliente, esta está proibida de aceitar ou auferir remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por um qualquer terceiro, ou pessoa que actue em seu nome, em relação à prestação do serviço ao cliente. De igual modo, quando preste um serviço de gestão de carteiras, uma empresa de investimento não pode aceitar ou auferir remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou conferidas por um terceiro, ou por pessoa que actua em nome deste, em relação à prestação do serviço a clientes<sup>32</sup>.

É importante, no entanto, sublinhar que, segundo o entendimento da ESMA, o campo de aplicação dos n.ºs 7, alínea b, e 8 do artigo 24.º da DMIF II restringe-se somente e apenas aos casos em que estão em causa *inducements* pagos por um terceiro a uma empresa de investimento que esteja a prestar um dos dois serviços supramencionados e não quando se esteja perante um *inducement* em sentido contrário – ou seja, nos casos em que o benefício em questão seja pago por uma empresa de investimento a um terceiro, em relação ao serviço prestado ao cliente, é aplicável a norma geral relativa aos *inducements* do artigo 24.º/9 da DMIF II<sup>33</sup>. Esta dualidade de regimes parece justificar-se na medida em que, do ponto de vista da parte mais fraca – isto é, do cliente investidor – os benefícios mais gravosos são aqueles que são pagos por um terceiro à empresa de investimento, por serem estes que se apresentam como incentivos para que a esta dê primazia ao seu interesse em detrimento do interesse do cliente. Deste modo, se a tutela do cliente fundamenta uma regulação mais rigorosa deste tipo de *inducements*, o mesmo não se poderá afirmar para os benefícios em sentido contrário, que, pela sua natureza, não se afiguram tão problemáticos para a posição do cliente, e, como tal, caem no âmbito de aplicação das regras gerais que regulam os *inducements*.

O Considerando 74 da DMIF II estabelece que, com o intuito de reforçar a protecção do cliente e aumentar a clareza dos serviços prestados pela empresa de investimento, deve-se limitar a possibilidade de as empresas que prestam os serviços de consultoria para investimento a título independente ou serviços de gestão de carteiras aceitarem e reterem remunerações, comissões ou outros benefícios pecuniários e não pecuniários provenientes de terceiros e, em especial, de emitentes ou prestadores de serviços. Deste modo, permite-se assim a existência de *inducements* pagos por um terceiro a uma empresa de investi-

<sup>32</sup> Artigo 24.º/8 da DMIF II.

<sup>33</sup> ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 12 July 2018 | ESMA35-43-349, p. 88.

mento, quando esta esteja a prestar um dos dois serviços em causa, desde que o benefício recebido por esta última seja integralmente transferido para o cliente a quem o serviço está a ser prestado; no entanto, é expressamente proibida a compensação de quaisquer pagamentos de terceiros no quadro das remunerações devidas pelo cliente à empresa de investimento.

O legislador europeu optou por não estabelecer um horizonte temporal específico e pré-determinado dentro do qual deva ocorrer a devolução do montante recebido pela empresa de investimento para o cliente, limitando-se apenas a determinar, no artigo 12.º/1 da Directiva Delegada DMIF II, que esta deve ser efectuada «logo que seja razoavelmente possível após a recepção»<sup>34</sup>. A razão para esta aparente postura permissiva por parte do legislador prende-se com o facto de, como reconhece o Considerando 24 da Directiva Delegada DMIF II, uma empresa de investimento receber pagamentos de terceiros em vários momentos e para vários clientes de uma só vez, pelo que não se afigura nem proporcional nem adequado exigir que aquela consiga processar todas as transferências devidas num período de tempo reduzido determinado *a priori*.

Da análise do Considerando 74 da DMIF II retira-se ainda a obrigação de as empresas de investimento que prestem serviços de consultoria para investimento a título independente ou gestão de carteiras desenharem e estabelecerem, no quadro dos seus requisitos em matéria de organização, uma política que garanta que os pagamentos recebidos de terceiros são concedidos ou transferidos para os clientes, bem como informar estes últimos de forma precisa e, se necessário, periódica de todas as remunerações, comissões e benefícios que a empresa recebeu no contexto do serviço de investimento prestado ao cliente e que lhe foram transferidas<sup>35</sup>.

Tal como acontece em relação à proibição geral, as proibições específicas de *inducements* não se aplicam quando o benefício em causa é pago pelo cliente, directamente ou através de pessoa interposta. No entanto, caso o *inducement* seja pago por um terceiro em nome do cliente, este só deverá ser autorizado se a pessoa estiver ciente de que esse pagamento foi efectuado em seu nome e se o montante e a frequência do pagamento tiver sido acordado entre a empresa de investimento e o cliente, não podendo estes ser determinados por qualquer terceiro<sup>36</sup>. Com esta norma o legislador previne aquilo que seria o pagamento

<sup>34</sup> O Considerando 24 da Directiva Delegada DMIF II parece, no entanto, reforçar o carácter de urgência desta devolução ao afirmar que as empresas de investimento devem transferir os incentivos «o mais rapidamente possível».

<sup>35</sup> Veja-se também o segundo e terceiro parágrafo do artigo 12.º/1 da Directiva Delegada DMIF II.

<sup>36</sup> Considerando 75 da DMIF II. Segundo o mesmo Considerando, exemplos de casos consentâneos com esta exigência incluem uma situação em que um cliente pague directamente uma factura da

indirecto de *inducements* – isto é, o pagamento de um *inducement* por parte de um terceiro a uma empresa de investimento em nome do cliente sem que este último seja verdadeiramente o responsável pelo pagamento – fechando a porta a uma eventual tentativa de contorno das proibições específicas de *inducements*.

Finalmente, cabe ainda referir que, no âmbito da obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente, o artigo 27.º/2 da DMIF II proíbe as empresas de investimento de receber qualquer pagamento, desconto ou prestação não pecuniária por encaminhar ordens para determinada plataforma de negociação ou para determinado local de execução que viole as obrigações em matéria de conflitos de interesse ou incentivos. Esta é uma norma que, embora não presente no pacote legislativo DMIF I, decorre logicamente das regras gerais que regem os conflitos de interesse e, em especial, os *inducements*<sup>37</sup>.

As normas que regulam o pagamento de *inducements* no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento a título independente e gestão de carteiras são, como ficou demonstrado, significativamente mais restritas do que aquelas que se aplicam aos benefícios pagos em relação aos restantes serviços de investimento. Com efeito, enquanto a proibição geral de *inducements* prevê um número reduzido de excepções, já analisadas no capítulo anterior, que afastam o campo de aplicação das normas proibitivas, as proibições específicas só são afastadas quando o benefício em causa se trata de uma prestação não monetária não significativa, figura que será abordada em detalhe mais adiante<sup>38</sup>. Ademais, além de estarem igualmente sujeitas ao dever de informação e ao dever de conservação de documentos do artigo 11.º/4 e 5 da Directiva Delegada DMIF II, as empresas de investimento, quando prestem os serviços relevantes, estão também obrigadas a cumprir as exigências organizativas especiais previstas no Considerando 74 da DMIF II, algo que não acontece quando prestem os restantes serviços de investimento.

É relevante, destarte, enveredar por uma breve análise da consultoria para investimento a título independente e da gestão de carteiras, de modo a descortinar as razões pela qual o legislador julgou necessário criar um regime mais

empresa, uma situação em que esta seja paga por um terceiro independente que não possui qualquer relação com a empresa de investimento no que respeita ao serviço de investimento fornecido ao cliente e que actua 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 directamente. Tal é normalmente o caso de contabilistas ou de advogados que actuam em conformidade com instruções de pagamento claras do cliente ou quando uma pessoa actua como mero intermediário do pagamento.

<sup>37</sup> BUSCH, DANNY, *supra* nota 11, p. 37.

<sup>38</sup> Excluindo, naturalmente e como já vimos, os pagamentos efectuados pelo próprio cliente.

rigoroso, e custoso do ponto de vista das empresas de investimento, para estes dois tipos de serviços.

### 2.1. *A consultoria para investimento a título independente*

O artigo 4.º/1/4) da DMIF I, posteriormente transposto para o regime português no artigo 294.º/1 CdVM, define a consultoria para investimento<sup>39</sup> 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. A isto acrescenta-se que, nos termos do artigo 294.º/2 CdVM, está-se perante um aconselhamento personalizado quando é feita uma recomendação a uma pessoa, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, que seja apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou baseada na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, com vista à tomada de uma decisão de investimento.

Tal como apontam vários autores, as preocupações relativas à questão da tutela do cliente e da prossecução dos seus interesses legítimos assumem especial relevo no âmbito da consultoria para investimento, dado que o cliente, ao contratar e pagar a remuneração exigida, confia que a empresa de investimento, um profissional regulado e devidamente habilitado, lhe aconselhe o melhor investimento possível tendo por base apenas os seus interesses e o seu perfil de investidor. Existe, como tal, uma confiança acrescida depositada no aconselhamento prestado por um consultor, sujeito a elevados padrões legais de diligência e de lealdade, e que, nestas circunstâncias, deve ser particularmente tutelada pelo ordenamento jurídico<sup>40</sup>. A DMIF II reconhece estas preocupações ao estabelecer, no seu artigo 24.º/1, a obrigação de as empresas de investimento,

<sup>39</sup> Classificada como actividade de investimento, nos termos do artigo 290.º/1/f) CdVM.

<sup>40</sup> LEITE BORGES, SOFIA, *supra* nota 8, pp. 284 e 297-298; e PERESTRELO, ANA, “DMIF II e consultoria para investimento: da *compliance* à revisão de modelos de negócio”, in Câmara, Paulo (coord.) *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2017, pp. 218-219. Como afirma a primeira autora: «O risco associado à consultoria para o investimento decorre da possibilidade do intermediário financeiro não prestar conselhos objectivos, isentos, diligentes e leais, na medida em que tenha interesse em aconselhar o cliente a realizar operações sobre valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros motivado por razões ou interesses alheios à situação do cliente aconselhado, o que pode suceder relativamente a valores mobiliários por si emitidos, que tem em carteira ou por cuja distribuição é remunerado, através de um contrato de distribuição ou por via do pagamento de retrocessões ou outros benefícios, independentemente da sua qualidade».



ao prestarem serviços de investimento ou auxiliares, actuem de forma honesta, equitativa, profissional, em função do interesse dos clientes<sup>41</sup>.

Em comparação com o pacote legislativo que lhe antecedeu, a DMIF II manteve virtualmente inalterada a definição de consultoria para investimento acima referida. Nesta área, a inovação trazida pela DMIF II prende-se com a distinção introduzida entre consultoria para investimento dependente e consultoria para investimento a título independente e com a criação de um regime especial para este último serviço.

Nos termos do artigo 24.º/7/a) da DMIF II, para que se possa considerar a consultoria como prestada a título independente é necessário que a empresa de investimento avalie uma gama suficientemente diversificada, quanto ao seu tipo e emitentes ou fornecedores de produtos, de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, de modo a garantir que os objetivos de investimento do cliente possam ser adequadamente satisfeitos e não estejam limitados aos instrumentos financeiros emitidos ou fornecidos pela própria empresa de investimento ou por outras entidades com as quais a empresa de investimento tem estreitas relações jurídicas ou económicas, como relações contratuais, suscetíveis de colocar em risco a independência do serviço de consultoria prestado. A esta exigência de independência junta-se também a proibição absoluta de recebimento de *inducements* que se analisou *supra*<sup>42</sup>.

Se a relação fiduciária que se estabelece entre o prestador do serviço e o cliente num contrato de consultoria para investimento justifica, só por si, a constituição de particulares deveres de cuidado e diligência<sup>43</sup>, compreende-se a intenção do legislador de sujeitar a consultoria para investimento a título independente a uma proibição absoluta de recebimento de *inducements*. De facto, apresentando o seu serviço de consultoria como independente, a empresa de investimento cria no seu cliente uma expectativa mais elevada do que aquela que criaria na situação contrária, pelo que os deveres de cuidado e diligência exigíveis ao intermediário financeiro pronunciam-se significativamente neste caso. Deste modo, tendo em conta esta confiança acrescida do cliente, não choca, pelo menos em teoria, que se vede o recebimento de benefícios de terceiros no âmbito deste serviço de investimento.

O reverso da medalha é que, como aponta Paulo Câmara, o legislador europeu elevou os requisitos da consultoria independente a tal patamar de exigência que se tornaram muito excepcionais os casos de consultores a actuarem em ter-

<sup>41</sup> Concretização legislativa do dever de lealdade ou, na versão inglesa, do *duty to act in the best interest of the client*. Ver ENRIQUES, LUCA E GARGANTINI, MATTEO, *supra* nota 5.

<sup>42</sup> Artigo 24.º/7/b) da DMIF II.

<sup>43</sup> Câmara, Paulo, *supra* nota 6, p. 519.

mos independentes. Com efeito, verifica-se um claro desincentivo legislativo, intencional ou não, à consultoria para investimento a título independente, do qual decorre necessariamente a erosão do relevo da independência na prestação de serviços de consultoria. Por outro lado, o regime, no seu estado actual, tem igualmente como consequência uma inevitável trivialização da consultoria não independente, na medida em que os seus requisitos menos rigorosos tornam-na a opção lógica para qualquer intermediário financeiro que pretende prestar serviços de consultoria para investimento<sup>44</sup>.

## 2.2. *A gestão de carteiras*

A gestão de carteiras, prevista no artigo 335.º CdVM, assenta num contrato celebrado entre um intermediário financeiro e um cliente-investidor, nos termos do qual o primeiro se obriga, por conta e interesse do outro, a gerir um conjunto de instrumentos financeiros detidos pelo cliente, em ordem a obter a maior rentabilização possível, adquirindo em contrapartida o direito a uma retribuição<sup>45</sup>. Esta trata-se de uma gestão discricionária, estando a empresa de investimento habilitada a tomar as decisões que julgue mais adequadas para a prossecução do fim acordado – a valorização da carteira que tem em mãos –, podendo, no entanto, receber ordens vinculativas do cliente, no termos do art 336.º/1 CdVM<sup>46</sup>.

A proibição absoluta de recebimento de *inducements* no contexto de gestão de carteiras do artigo 24.º/8 da DMIF II tem um impacto significativo neste modelo de negócios. Com efeito, a sua tónica mais restritiva, em comparação com aquela aplicável aos restantes serviços de investimento, despoja as empresas

<sup>44</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 522. Na opinião do autor, a distinção feita pela DMIF II no que diz respeito à consultoria para investimento corresponde, em termos de política regulatória, a uma boa ideia mal concretizada em termos legislativos.

<sup>45</sup> MENEZES LEITÃO, LUÍS, “O Contrato de Gestão de Carteiras”, *Cadernos MVM*, n.º 51 – *Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira Volume I* (2015), p. 111. Para uma análise aprofundada do tema, ver ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ, “Os Contratos de Intermediação Financeira”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. 85 (2009), pp. 295-299; GOMES, FÁTIMA, “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, in *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa (2002), pp. 585-589; FRADA, MANUEL CARNEIRO da, “Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras”, in *Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia*, Vol. 3, Coimbra (2010), pp. 453-504; e MASCARENHAS, MARIA VAZ de, “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários – n.º 13* (2002).

<sup>46</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 515; e PINTO DUARTE, RUI, “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários – n.º 7*, (2000), p. 366.

de investimento que prestem estes serviços de gestão de carteiras de uma fonte de rendimento substancial a que estas tinham acesso pré-DMIF II<sup>47</sup>.

O carácter marcadamente fiduciário da gestão de carteiras, juntamente com o facto de a entidade gestora assumir usualmente uma obrigação de meios quanto à valorização da carteira e não de resultados<sup>48</sup>, tornam este serviço de investimento especialmente permeável a incentivos externos. Nesta medida, não surpreende que, tal como acontece em relação à consultoria para investimento, os deveres de lealdade do intermediário financeiro para com o seu cliente assumam aqui excepcional relevo<sup>49</sup>. Em vista disto, entende-se, mais uma vez, a intenção do legislador de submeter o serviço de gestão de carteiras a um regime de *inducements* mais exigente. De facto, tendo o gestor de carteiras o poder de, discricionariamente, determinar o sentido do investimento do seu cliente, pode-se justificar, numa lógica de prevenção, o afastamento de quaisquer benefícios que possam pôr em causa a sua imparcialidade e o seu dever de agir no melhor interesse do cliente.

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

### 2.3. Os benefícios não monetários não significativos

Como já foi referido, a única excepção prevista às proibições de recebimentos de *inducements* por parte de empresas de investimento quando prestem serviços de consultoria para investimento a título independente ou de gestão de

<sup>47</sup> Veja-se o exemplo das *kickback-fees*, *trailer fees* ou *rebate* referido por BUSCH, DANNY, “Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II”, Busch, in Danny/van Dam, Cees (eds.), *A Bank’s Duty to Care*, Oxford: Hart Publishing, 2017, pp. 54-55.

<sup>48</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 516.

<sup>49</sup> Tal como menciona Paulo Câmara, valem aqui os deveres gerais ligados à prevenção, à identificação e à gestão de conflito de interesses, à proibição de intermediação excessiva e à interdição de utilização de informação privilegiada. Ver CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, pp. 518-519.

carteiras é a dos benefícios não monetários não significativos. De facto, tanto o n.º 7/b) como o n.º 8 do artigo 24.º da DMIF II estipulam que as prestações não monetárias não significativas estão excluídas do âmbito proibitivo caso cumpram três requisitos: (i) possam melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente, (ii) sejam de dimensão e natureza tais que não se possa considerar que prejudicam a obrigação da empresa de investimento de agir no melhor interesse do cliente e (iii) sejam claramente comunicadas a este último. A propósito deste dever de comunicação, a divulgação de benefícios não monetários não significativos deve ser efectuada antes da prestação dos serviços de investimento ou auxiliares em causa aos clientes. Em conformidade com o artigo 11.º/5/a) da Directiva Delegada DMIF II, benefícios não monetários não significativos podem ser descritos de forma genérica<sup>50</sup>.

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

O Considerando 30 esclarece ainda que qualquer benefício não monetário que envolva um terceiro que afete recursos valiosos à empresa de investimento não pode ser considerado não significativo, devendo considerar-se que prejudica o cumprimento do dever da empresa de investimento de agir no melhor interesse do seu cliente.

Por último, acrescente-se ainda que os benefícios não monetários não significativos aceitáveis devem ser razoáveis, proporcionais e de tal dimensão que não sejam susceptíveis de influenciar o comportamento da empresa de investimento de um modo que seja prejudicial para os interesses do cliente em causa<sup>51</sup>. Esta última norma parece ser fruto de um excesso de zelo por parte do legislador, que se limitou a repetir, por outras palavras, a alínea e) do artigo 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II. Com efeito, não se vislumbra que utilidade prática possa ter a exigência de razoabilidade e proporcionalidade dos benefícios não monetários não significativos quando tais requisitos resultam já claramente da referida alínea.

A criação de um regime especial relativo aos benefícios monetários não significativos distinto das regras aplicáveis aos *inducements* foi uma decisão do legislador europeu que deve ser louvada. De facto, não só não faria qualquer

<sup>50</sup> Terceiro parágrafo do artigo 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II, transposto para o regime jurídico nacional no artigo 313.º-B/5 CdVM.

<sup>51</sup> Segundo parágrafo do art 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II, transposto para o ordenamento português no artigo 313.º-B/4 CdVM.

sentido utilizar uma abordagem “*one size fits all*” – na qual todos os benefícios estariam sujeitos às mesmas regras independentemente da sua relevância ou susceptibilidade de prejudicar o cumprimento dos deveres da empresa de investimento – como esta acabaria por ser excessivamente restritiva para os intermediários financeiros, uma vez que vedaria que estes recebessem benefícios não significativos insusceptíveis de desvirtuar as suas relações com os seus clientes.

### CAPÍTULO III

#### *Research enquanto inducement*

No primeiro capítulo do presente estudo foi apresentado o regime geral dos *inducements* da DMIF II, regime esse que, como foi aqui constatado, reiterou em grande parte o enquadramento estabelecido no diploma que lhe antecedeu, consistindo o seu principal contributo na concretização dos critérios legitimadores dos *inducements*. Por sua vez, o segundo capítulo centrou-se nas novas regras aplicáveis aos benefícios no âmbito da prestação de serviços de consultoria para investimento a título independente e/ou gestão de carteiras – aquela que é considerada como a grande revolução introduzida pela DMIF II em matéria de *inducements*. Deste modo, o presente capítulo focar-se-á na aplicação do regime dos benefícios ilegítimos ao *investment research*, traduzido para a português por “recomendações de investimento”<sup>52</sup>.

Apesar de a DMIF II não apresentar uma definição explícita e consistente de *research*, do Considerando 28 da Directiva Delegada DMIF II é possível retirar-se uma definição alargada sujeita a dois requisitos: i) os materiais ou os serviços utilizados nos estudos devem ser relativos a um ou vários instrumentos financeiros ou a outros ativos, ou os emitentes ou potenciais emitentes de instrumentos financeiros, ou que estão estreitamente relacionados com um determinado setor ou mercado, de tal modo que contribuam para formar as opiniões sobre instrumentos financeiros, ativos ou emitentes nesse sector; ii) esse tipo de material ou serviços recomenda ou sugere, explícita ou implicitamente, uma estratégia de investimento e proporciona uma opinião fundamentada sobre o valor ou preço actual ou futuro desses instrumentos ou ativos, ou contém uma análise e uma perspectiva original e chega a conclusões com base em informações novas ou já existentes que podem ser utilizadas para a conceção de uma estratégia de investimento e ser relevantes e suscetíveis de conferir valor

<sup>52</sup> Como refere Paulo Câmara, na versão portuguesa dos diplomas europeus, “*investment research*” é traduzido por “estudos de investimento”, na opinião do autor, impropriamente. CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 524.

acrescentado às decisões da empresa de investimento em nome dos clientes que pagam taxas relativas a esses estudos<sup>53</sup>. De forma concisa, as recomendações de investimento serão entendidas como estudos ou informações que formulem recomendações ou sugestões de investimento<sup>54 55</sup>.

As empresas de investimento, incluindo aquelas que prestam serviços de consultoria a título independente e gestão de carteiras, recorrem a diversos elementos informativos, entre os quais se inclui o *research*, para tomarem decisões de investimento, pelo que o recebimento de estudos e outros materiais que se enquadrem na definição de *research* por parte de uma empresa de investimento, sem que exista qualquer contrapartida para o terceiro que os fornece, pode configurar um benefício ilegítimo, na medida em que aquela está a receber algo que lhe é valioso sem qualquer encargo associado, ou com um desconto significativo<sup>56 57</sup>.

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

A aplicação do regime dos *inducements* à actividade de *research* foi, como mencionam vários autores, um dos aspectos mais controvertidos introduzidos pela DMIF II.<sup>58</sup> Com efeito, durante o decurso da elaboração da consulta de mercado e aconselhamento técnico da ESMA, a grande maioria das entidades consultadas sustentou que o *research* não deveria ser qualificado como um *inducement* por várias razões:

1. A prestação de *research* trata-se de um serviço, sendo mesmo classificado como um serviço de investimento auxiliar, nos termos do n.º 4 da Secção B do Anexo 1 da DMIF I;

<sup>53</sup> Nesta definição alargada de *research* enquadra-se o *investment research* tal como definido no artigo 36.º/1 do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão de 25 de Abril de 2016.

<sup>54</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 524.

<sup>55</sup> De notar que o *research* constitui um serviço auxiliar dos serviços e actividades de investimento, nos termos do artigo 291.º/1 CdVM.

<sup>56</sup> Neste sentido, MATÍAS, TIAGO DOS SANTOS, *supra* nota 17, p. 42; e SILVERENTAND, LARISSA, SPRECHER, JASHA e SIMONS, LISETTE, *supra* nota 17, p. 223.

<sup>57</sup> Para uma distinção pormenorizada entre as recomendações de investimento e figuras afins (como sejam as análises macroeconómicas e estudos de mercado), *ver* MATÍAS, TIAGO DOS SANTOS, *supra* nota 17, pp. 46-48.

<sup>58</sup> *Ver*, CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 524; MATÍAS, TIAGO DOS SANTOS, *supra* nota 17, p. 45 e SILVERENTAND, LARISSA, SPRECHER, JASHA e SIMONS, LISETTE, *supra* nota 17, p. 223.

2. O recebimento de *research* por parte de um gestor de carteiras é do interesse do cliente uma vez que ajuda os gestores de carteiras a cumprirem as obrigações fiduciárias que têm para com os seus clientes ao tornarem as suas decisões de investimento mais adequadas e promoverem uma alocação mais eficiente do dinheiro dos investidores;
3. Somente o *research* (ou outros serviços) prestado sem contrapartida ou a um desconto significativo seria passível de ser configurado como um benefício (e como tal um *inducement*), mas esta não é a prática corrente na prestação de *research*;
4. Os *inducements*, tal como projectados na DMIF I, visam essencialmente problemas decorrentes da distribuição de instrumentos financeiros, sendo que o *research* nem sequer é mencionado enquanto benefício ilegítimo no diploma principal DMIF II.<sup>59</sup>

Vários dos inquiridos argumentaram ainda que a proposta da ESMA de proibir o recebimento de recomendações de investimento por parte de empresas de investimento, salvo determinadas exceções, poderia ter diversas consequências nefastas não intencionais, nomeadamente: (i) um pesado aumento de custos para os gestores de activos na União Europeia; (ii) uma desvantagem competitiva para gestores de pequena dimensão; e (iii) um inevitável levantamento de barreiras na entrada de novos gestores no mercado. A isto junta-se ainda o facto de tal proposta levar a um decréscimo da qualidade e diversidade das recomendações de investimento recebidas, com especial impacto nas empresas de investimento especializadas de pequena dimensão, e a um desnívelamento do *level playing field* entre os intermediários financeiros que prestam serviços dentro do espaço económico europeu e aqueles que o fazem fora<sup>60</sup>.

Apesar de discordar da maioria das críticas, a ESMA julgou adequado, de forma aplacar as preocupações expressas pelas entidades consultadas, aconselhar a Comissão a clarificar as circunstâncias nas quais o recebimento de *research* prestado por um terceiro não cai no âmbito das proibições do artigo 24.º/7/a), 8 e 9 DMIF II, sendo, como tal, permitido<sup>61</sup>.

Não obstante, independentemente da clarificação das circunstâncias restritas em que o recebimento de *research* é legítimo, a verdade é que a aplicação do regime dos *inducements* ao recebimento de recomendações de investimento acaba por ter como efeito uma incontornável redução da utilização de *research*

<sup>59</sup> ESMA, Technical Advice, *supra* nota 31, p. 130.

<sup>60</sup> ESMA, Technical Advice, *supra* nota 31, p. 130. Para uma apresentação mais detalhada das diversas objecções levantadas contra a proposta da ESMA, veja-se as pp. 130 e ss.

<sup>61</sup> ESMA, Technical Advice, *supra* nota 31, pp. 132-133.

por parte das empresas de investimento, o que, como faz notar Paulo Câmara, pode acarretar consequências indesejáveis imprevistas no estímulo à formação de decisões de investimento informadas<sup>62</sup>.

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

Destarte, o axioma adoptado pela DMIF II, segundo o qual o recebimento de *research* é proibido, salvo as excepções previstas, parece ser excessivo no seu alcance e mais prejudicial que benéfico para os clientes. Ademais, numa perspectiva de justiça equitativa, não parece ser adequado prescrever a mesma solução no caso de recebimento de *research*, em que o cliente é, pelo menos, potencialmente beneficiário, que no caso de recebimento de outro tipo de incentivos, dos quais o cliente nada beneficia<sup>63</sup>. Por ambas estas razões, seria preferível que o legislador tivesse adoptado uma abordagem mais cautelosa, permitindo, em princípio, que as empresas de investimento recebessem *research* de terceiros, salvo nas situações em que estes fossem comprovadamente susceptíveis de influenciar de modo negativo a prestação do serviço de investimento ao cliente<sup>64</sup>.

<sup>62</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 439.

<sup>63</sup> Relativamente aos possíveis efeitos benéficos do *research* de terceiros para o cliente, *ver* HORAN, STEPHEN M. e JOHNSON, D. BRUCE, *Can Third-Party Payments Benefit the Principal? The Case of Soft Dollar Brokerage*, *International Review of Law and Economics* 28 (2008) 56–77.

<sup>64</sup> Ou seja, precisamente a formulação oposta àquela estabelecida na DMIF II.



### 3.2. *Recebimento legítimo de research oneroso*

Seguindo o entendimento da ESMA, a Comissão Europeia optou por incorporar as regras relativas à utilização de *research* como uma excepção. Neste sentido, como se retira do artigo 13.º/1 da Directiva Delegada DMIF II, a realização de *research* por terceiros para empresas de investimento que prestem serviços de investimento será, em princípio, considerada um incentivo ilícito a não ser que se verifique alguma das excepções das alíneas que se seguem. De igual modo, o artigo 313.º-C/1 CdVM estabelece que a regra é a proibição de recomendações de investimento prestadas por terceiros a empresas de investimento, sendo a sua legitimidade a excepção<sup>65 66</sup>.

A referida excepção à regra geral de ilegitimidade do *research* prevê duas maneiras distintas, ainda que onerosas, de as empresas de investimento receberem recomendações de investimento de terceiros. A primeira é simplesmente o *research* ser recebido em troca de pagamentos directos da empresa de investimento, recorrendo esta aos seus próprios recursos<sup>67</sup>. Existindo uma retribuição pecuniária da parte da empresa de investimento que recebe o *research* não é possível afirmar, em rigor, que esteja em causa um *inducement* tal como configurado na DMIF II, pelo que o afastamento do seu regime decorre naturalmente de tal premissa. A segunda via passa pelo pagamento das recomendações de investimento utilizando o dinheiro do cliente partir de uma conta de pagamento separada destinada ao *research* (a chamada *research payment account*, ou RPA) controlada pela empresa de investimento<sup>68</sup>. Esta última hipótese, pela sua complexidade e requisitos a que está sujeita, justifica uma análise mais detalhada que se efectuará *infra*.

Para que uma empresa de investimento possa receber *research* realizado por um terceiro recorrendo a uma RPA é necessário estarem preenchidas quatro condições cumulativas relativas ao funcionamento da conta<sup>69</sup>: i) a conta de

<sup>65</sup> No caso de o *inducement*, no entanto, operar em sentido inverso – isto é, ser o intermediário financeiro, ou outras pessoas envolvidas na elaboração de estudos de investimento, a receber um benefício por parte de quem tenha um interesse significativo na matéria objecto dos estudos – este será absolutamente proibido (artigo 37.º/2/d) do Regulamento Delegado).

<sup>66</sup> Desta forma proíbe-se aquela que era a prática dominante no mercado pré-DMIF II que consistia nos corretores agruparem os pagamentos de *research* juntamente com os custos de transacção. BRENNCKE, MARTIN, *supra* nota 14, p. 41. Sobre esta temática, ver MOLONEY, NIAMH, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª Edição, Oxford University Press, p. 693.

<sup>67</sup> Artigo 13.º/1/a) da Directiva Delegada DMIF II e artigo 313.º-C/1/a) CdVM.

<sup>68</sup> Artigo 13.º/1/b) da Directiva Delegada DMIF II e artigo 313.º-C/1/b) CdVM.

<sup>69</sup> Conferir as alíneas do artigo 13.º/1/b) da Directiva Delegada DMIF II e do artigo 313.º-C/1/b) CdVM.

pagamento deve ser financiada por uma taxa específica relativa às recomendações de investimento cobrada ao cliente<sup>70</sup>; ii) no âmbito da criação da conta de pagamento destinada ao *research* e tendo a comissão sido acordada entre a empresa de investimento e o cliente, aquela deve definir e avaliar periodicamente um orçamento consagrado ao *research*<sup>71</sup>; iii) a empresa de investimento é responsável pela conta de pagamento<sup>72</sup>; iv) a empresa de investimento deve ainda avaliar periodicamente a qualidade do *research* adquirido com base em critérios de qualidade robustos e na sua capacidade para contribuir para melhores decisões de investimento<sup>73</sup>.

Uma vez definido o orçamento consagrado às recomendações de investimento este não poderá ser excedido pelo montante total das comissões relativas ao *research* cobradas ao cliente<sup>74</sup>. Não obstante, mesmo tendo em conta o facto de o orçamento ser uma estimativa *ex-ante* do valor do custo do *research*, a ESMA não veda a realização de ajustamentos *ex-post*, desde que sejam razoáveis e realizados em modos previsíveis para o cliente, por via de critérios pré-determinados<sup>75</sup>. Por outro lado, um aumento significativo no orçamento de *research*

<sup>70</sup> Esta taxa baseia-se apenas num orçamento consagrado a recomendações de investimento fixado pela empresa de investimento para efeitos de determinar a necessidade de recomendações de investimento de terceiros sobre os serviços prestados aos seus clientes e não pode estar relacionada com o volume ou valor das transações executadas em nome dos clientes. Artigo 313.º-C/4/a) e b) CdVM.

<sup>71</sup> No que respeita a este requisito, importa referir que: a) o orçamento consagrado a recomendações de investimento é gerido exclusivamente pela empresa de investimento e deve ter por base uma avaliação razoável da necessidade de recomendações de investimento de terceiros; b) a dotação do orçamento para a aquisição de recomendações de investimento a terceiros é sujeita a controlos adequados e à supervisão da direção para garantir que é gerida e utilizada no melhor interesse dos clientes do intermediário financeiro; c) para efeitos de auditoria, esses controlos incluem uma informação clara dos pagamentos efetuados aos prestadores de recomendações de investimento e do modo como os montantes pagos foram determinados. Artigo 313.º-C/10 CdVM.

<sup>72</sup> Não obstante, é permitido à empresa de investimento delegar a gestão da RPA a um terceiro, desde que isso facilite a sua aquisição a terceiros e os pagamentos a fornecedores em nome da empresa de investimento, sem atrasos indevidos, em conformidade com as instruções daquela. Artigo 313.º-C/12 CdVM.

<sup>73</sup> Neste contexto, as empresas de investimento devem estabelecer por escrito todos elementos necessários e facultá-los aos seus clientes, bem como explicar em que medida o *research* adquirido através da conta de pagamento beneficia o cliente, tendo em conta, nomeadamente, as estratégias de investimento aplicáveis aos diferentes tipos de carteiras e a abordagem adoptada pela empresa de investimento para afetar esses custos de forma equitativa às carteiras dos diferentes clientes. Artigo 313.º-C/13 CdVM.

<sup>74</sup> Artigo 13.º/4 da Directiva Delegada DMIF II e artigo 313.º-C/6 CdVM.

<sup>75</sup> Ver a questão 10 do Q&A da ESMA. ESMA, Q&A, *supra* nota 33, pp. 60-61.

só pode ocorrer após a prestação de informações claras aos clientes sobre a intenção de aplicar tal aumento<sup>76 77</sup>.

O legislador prevê também que as empresas de investimento devem ainda instituir um processo de reembolso ou de compensação ao cliente no caso de existir um excedente na RPA no final de o período previsto, de modo a que as empresas de investimento não tenham incentivos a estabelecer um orçamento manifestamente reduzido e a beneficiar do excedente como substituto de eventuais *inducements*, agora vedados pela DMIF II<sup>78</sup>.

A criação de uma RPA implica também deveres de informação acrescidos da empresa de investimento para com o seu cliente. De facto, nos termos do segundo parágrafo do artigo 13.º/1 da Directiva Delegada DMIF II, as empresas de investimento estão vinculadas a, antes da prestação de um serviço de investimento, fornecer aos clientes informações sobre o montante inscrito no orçamento consagrado ao *research* e o montante da taxa estimada, bem como a informação anual sobre os custos totais que cada um deles tenha incorrido para *research* realizado por terceiros<sup>79</sup>. Ademais, de acordo com o artigo 313.º-C/3 CdVM, enquanto a empresa de investimento operar a RPA deve apresentar, a pedido dos seus clientes ou, no caso português, da CMVM: a) um resumo dos fornecedores pagos a partir dessa conta; b) o montante total que receberam durante um período definido; c) os benefícios e serviços recebidos pela empresa de investimento; d) a forma como o montante total da conta foi despendido em comparação com o orçamento fixado para esse período, assinalando eventuais abatimentos ou montantes transitados caso sobre fundos residuais na conta<sup>80</sup>.

Da complexidade e exigência das regras a que estão sujeitas as empresas de investimento caso desejem criar uma conta separada de pagamentos de *research*, parece sobressair uma clara intenção do legislador europeu de desencorajar a utilização desta via e promover o pagamento do *research* pelos próprios intermediários financeiros<sup>81</sup>.

O expediente utilizado pelo legislador não é, no entanto, o mais feliz. Na verdade, o desincentivo à utilização das RPAs para financiar *research* é também,

<sup>76</sup> Artigo 13.º/5 da Directiva Delegada DMIF II e artigo 313.º-C/8 CdVM.

<sup>77</sup> Ainda a propósito do orçamento consagrado a recomendações de investimento, nos termos do artigo 313.º-C/11 CdVM, a empresa de investimento não pode utilizar o orçamento consagrado a recomendações de investimento e a conta de pagamento destinada às mesmas para financiar recomendações de investimento internas.

<sup>78</sup> Artigo 13.º/5 da Directiva Delegada DMIF II e artigo 313.º-C/9 CdVM.

<sup>79</sup> Artigo 313.º-C/2/a) e b) CdVM.

<sup>80</sup> De referir igualmente os deveres especiais para as empresas de investimento que prestem serviços de execução (artigo 13.º/9 da Directiva Delegada DMIF II).

<sup>81</sup> Neste sentido, CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 438.

ainda que indirectamente, um desincentivo geral à utilização de *research* pelas empresas de investimento na prestação dos seus serviços. De facto, sendo a criação de uma conta separada de pagamentos de *research* um meio demasiado complexo e dispendioso, a única alternativa que restará às empresas de investimento será suportar o seu custo com os seus próprios meios, algo que muitas podem considerar não se justificar numa perspectiva de custo-benefício. Por sua vez, uma menor utilização de *research* na prestação de serviços de investimento, como foi referido *supra*, tem consequências prejudiciais para os próprios clientes, na medida em que poderá levar a que os intermediários financeiros tenham acesso a menos informações para levar a cabo os seus deveres, com especial proeminência para o de adequação entre o serviço a prestar e o perfil concreto do cliente<sup>82</sup>.

### 3.3. *Research como um benefício monetário não significativo*

No caso de não se verificar nenhuma das excepções previstas no artigo 13.º da Directiva Delegada DMIF II, o recebimento de recomendações de investimento por parte de empresas de investimento sujeita-se ao regime geral estabelecido no artigo 24.º/7/b), 8 e 9 da DMIF II<sup>83</sup>. Neste sentido, é possível que o *research* possa configurar um benefício não monetário não significativo nos termos do artigo 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II. A própria ESMA reconheceu, no seu documento de consulta do mercado, que as restrições impostas sobre o *research* enquanto *inducement* não vedam as empresas de investimento de receberem determinado tipo de recomendações de investimento “personalizadas”, desde que assegurem que tal recebimento não é influenciado por outros negócios que tenham com o terceiro que presta o *research*<sup>84</sup>.

O critério fundamental para distinguir o *research* que constitui um benefício não monetário não significativo daquele que não se enquadra nos limites do artigo 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II parece ser o da afectação de recursos significativos à empresa de investimento. De acordo com o Considerando 30 da Directiva Delegada DMIF II, qualquer benefício não monetário (onde se

<sup>82</sup> CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 442.

<sup>83</sup> ESMA Q&A, *supra* nota 33, p. 53.

<sup>84</sup> ESMA, *Consultation Paper MiFID II/MiFIR*, 22 May 2014 | ESMA/2014/549, pp. 121-122. Por exemplo, se um gestor de carteiras recorrer regularmente a um corretor para executar ordens em nome dos seus clientes mas também desejar adquirir recomendações de investimento personalizadas do mesmo corretor, tal gestor teria de estabelecer uma separação contratual clara entre os serviços de execução de ordens e os serviços de realização de *research*.

incluem as recomendações de investimento) que envolva um terceiro e afecte recursos valiosos à empresa de investimento não pode ser encarado como não significativo, devendo considerar-se que prejudica o cumprimento do dever da empresa de investimento de agir no melhor interesse do seu cliente<sup>85</sup>.

O Considerando 29 menciona ainda que, no que diz respeito ao recebimento de incentivos por parte das empresas de investimento e à aplicação das regras relativas ao *research*, a isenção do benefício não monetário não significativo pode ser aplicada em relação a certos tipos de informações ou materiais recebidos de terceiros. Neste sentido, de acordo com o mesmo Considerando, material escrito de um terceiro que seja encomendado e pago por uma sociedade emitente ou um potencial emitente para promover uma nova emissão por essa empresa, ou se o terceiro estiver contratualmente vinculado e for pago pelo emitente para produzir esses materiais numa base contínua, deve ser considerado aceitável como benefício não monetário não significativo sujeito a divulgação e à disponibilidade desse material<sup>86</sup>.

Do mesmo modo, materiais ou serviços não essenciais que consistam num comentário de mercado de curto prazo sobre as mais recentes estatísticas económicas ou resultados de empresas, ou informações sobre próximas divulgações ou eventos, fornecidos por um terceiro e que contenham apenas um breve resumo do seu próprio parecer sobre essas informações que não sejam fundamentadas nem incluam qualquer análise substantiva, podem ser considerados informações relativas a um instrumento financeiro ou a um serviço de investimento de dimensão e natureza tal que constituam um benefício não monetário não significativo aceitável<sup>87</sup>.

#### CAPÍTULO IV

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

No decorrer da presente obra foi diversas vezes referido que a razão que levou o legislador europeu a instituir um regime de benefícios mais restritivo que aquele em vigor na DMIF I, particularmente no que diz respeito às regras aplicáveis à consultoria para investimento a título independente e à gestão de carteiras, prende-se com a sua louvável intenção de proteger os pequenos investidores e aumentar a clareza dos serviços prestados pelos intermediários

<sup>85</sup> De notar aqui mais uma presunção inilidível, idêntica àquela que foi analisada no Capítulo 2.

<sup>86</sup> Correspondência com a alínea b) do artigo 12.º/3 da Directiva Delegada DMIF II.

<sup>87</sup> Considerando 29 da Directiva Delegada DMIF II.

financeiros<sup>88</sup>. De facto, parece ser lógico que, suprimindo-se uma das principais causas de conflitos de interesses entre as empresas de investimento e os seus clientes, as primeiras estejam menos susceptíveis a agir contra os interesses destes últimos, o que, conseqüentemente, significa um aumento da protecção para os investidores.

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

Antes de mais, é necessário sublinhar que o grande objectivo a alcançar pela legislação europeia dos mercados financeiros sempre foi a completa integração do mercado europeu, sendo a protecção dos investidores um subproduto necessário desse objectivo. Nesta medida, pode-se afirmar que, a nível europeu, a protecção dos investidores é encarada como algo sem dúvida desejável, mas também essencialmente como uma ferramenta para alcançar um fim, e não como um fim em si mesmo. Assim, caso o objectivo de integração do mercado e o da protecção dos investidores entrem em conflito, o primeiro deverá sempre prevalecer<sup>89</sup>. É importante, como tal, perceber em que medida esta hierarquia de objectivos foi respeitada na DMIF II e, em última análise, se as novas regras de *inducements*, que têm como *ratio* a protecção dos investidores, não acabam por prejudicar a integração económica desejada, os intermediários financeiros e até os próprios investidores.

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

<sup>88</sup> Considerando 74 da DMIF II

<sup>89</sup> MOLONEY, NIAMH, “Investor Protection and the Treaty: An Uneasy Relationship”, in Guido Ferrarini/Klaus Hopt/Eddy Wymeersch, *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, 2002, pp. 48-52 e PAPAConstantinou, GEORGE A., *supra* nota 11, p. 370.

na proporção dos encargos com que os intermediários financeiros têm agora que lidar<sup>90</sup>.

Por outro lado, a diminuição supramencionada não parece ser acompanhada por uma redução das receitas gerais das empresas de investimento que se conseguem manter no mercado, uma vez que estas irão necessariamente aumentar o custo da prestação dos seus serviços para compensar a perda da receita dos *inducements*<sup>91</sup>. De facto, ao se privar as empresas de investimento de uma tradicional e relevante fonte de rendimento, essencial no balanço do orçamento interno de cada firma, é apenas natural que estas tenham a necessidade de aumentar outras receitas para fazer face aos novos encargos. Nesta medida, serão os clientes a ter que suportar os inevitáveis custos do não recebimento de *inducements*, passando estes a pagar mais por um serviço do que pagariam pré-DMIF II.

A evolução por parte dos intermediários financeiros em direcção à prestação de serviços de valor acrescentado como consequência do novo regime dos *inducements* tem, no entanto, o potencial de ter efeitos adversos para os clientes que vão além do aspecto imediatamente negativo do aumento de preços. Análises do regime RDR mostraram que a subida dos pré-requisitos económicos de acesso aos serviços de investimento criou duas categorias distintas de investidores no mercado financeiro. A primeira destas categorias é composta por investidores que têm a capacidade financeira e a vontade de pagar o valor acrescentado dos serviços de investimento, recebendo, em contrapartida, um serviço mais transparente e de melhor qualidade. Na segunda categoria, no entanto, estão os pequenos investidores sem possibilidade, ou sem vontade, de pagar o novo preço de mercado para aqueles serviços. Esta categorização tem como efeito a criação de um vácuo de consultoria para este último grupo, o chamado “*advice gap*”<sup>92</sup>.

No que diz respeito à DMIF II, este problema será particularmente destacado nos casos da consultoria para investimento a título independente e da gestão de carteiras, por estarem estes serviços sujeitos a uma proibição quase total de recebimento de benefícios. De certa forma, não deixa de ser irónico que um regime fundamentado na protecção dos investidores acabe por levar

<sup>90</sup> Veja-se, por exemplo, o caso britânico, em que o número de consultores financeiros, estimado em acima de 40.000 em 2011, desceu para 31.000 em 2014. PAPAConstantinou, GEORGE A., *supra* nota 7, p. 374.

<sup>91</sup> Para se ter uma ideia, no Reino Unido, de forma a contrabalançar a proibição de recebimento de *inducements*, assistiu-se a um aumento astronómico da soma total dos honorários cobrados pelas empresas de investimento no sector comercial, passando de uma estimativa 228 milhões de libras em 2011 para 1.836 milhões em 2015. PAPAConstantinou, GEORGE A., *supra* nota 7, p. 375.

<sup>92</sup> PAPAConstantinou, GEORGE A., *supra* nota 7, p. 377.

ao afastamento de uma parte significativa dos investidores – por sinal, os mais necessitados de consultoria financeira – do acesso aos serviços de investimento de maior qualidade<sup>93</sup>. Pode-se afirmar, deste modo, que existe uma forçosa contradição entre aquela que é a *ratio* das novas normas e os efeitos práticos que estas vêm a ter no mercado financeiro.

De modo semelhante, a intenção do legislador de estabelecer o serviço de consultoria para investimento a título independente como o serviço de consultoria por excelência – sujeito aos mais elevados padrões de transparência e exigência em benefício dos clientes – acaba por esbarrar na aversão natural das empresas de investimento a regimes excessivamente restritivos. O resultado é que, perante as novas regras, a maioria dos intermediários financeiros evita prestar serviços de consultoria a título independente, restringindo a sua oferta apenas à dependente<sup>94</sup>. Também nesta questão parece que o efeito prático das regras adoptadas vem a ser precisamente o oposto daquilo que se pretendia alcançar com a sua adopção.

Em relação às regras que regem o *research* é importante sublinhar alguns aspectos. Em primeiro lugar, de um ponto de vista estrutural, não faz qualquer sentido equiparar legislativamente o *research* aos restantes *inducements* recebidos pelas empresas de investimento. Não se pretende com esta afirmação defender a não regulação do *research*, mas somente fazer notar que é manifestamente injusto sujeitar às mesmas regras restritivas a que estão sujeitos os outros *inducements* uma ferramenta necessária à boa actuação das empresas de investimento – como são as recomendações de investimento – sob pena de se desincentivar a recolha de informações por parte dos intermediários financeiros, e consequentemente aumentar a probabilidade da prestação de um serviço não adequado ao cliente.

Em segundo lugar, as implicações práticas destas regras também não podem ser ignoradas. O que se verifica no mercado é que a nova realidade das empresas de investimento terem de pagar pelo *research*<sup>95</sup> que recebem acaba por prejudicar o natural fluxo de informação entre estas e os terceiros que fornecem as recomendações de investimento, temendo agora os intermediários financeiros receber qualquer informação que tenham que vir a pagar mais tarde. Outras das consequências práticas do novo regime do *research* é a diminuição do número

<sup>93</sup> Como afirma George Papaconstantinou, «*Depriving them from the privilege of independent advice would go against their best interests and consequently, the aspiration of achieving investor protection*», PAPACONSTANTINO, GEORGE A., *supra* nota 7, p. 380.

<sup>94</sup> Neste sentido, CÂMARA, PAULO, *supra* nota 6, p. 522.

<sup>95</sup> Como era de prever, o que se constata na prática é que as empresas de investimento evitam utilizar RPAs para pagar o *research*, preferindo ser elas a suportar os custos ou, em ultimo caso, nada receber.



de empresas que o fornecem à medida que os intermediários financeiros reduzem a quantidade de *research* utilizado no âmbito da prestação dos seus serviços de investimento. O facto de passar a existir mais oferta que procura leva a que as empresas fornecedoras de recomendações de investimento de menor dimensão tenham dificuldade em manter-se no mercado<sup>96</sup>.

Esta exposição dos efeitos negativos que realça o risco de se legislar adoptando-se o mote da protecção dos investidores como um fim em si mesmo, e não como um meio instrumental para se alcançar aquele que é o verdadeiro objectivo da União Europeia neste âmbito: a União dos Mercados de Capitais, ou, por outras palavras, a integração completa do mercado financeiro. Quando a integração e o bom funcionamento do mercado são postos em segundo plano a favor de uma teórica maior protecção dos investidores, o resultado é uma abordagem excessivamente restritiva e prejudicial, não só para aqueles dois objectivos mas também para os intermediários financeiros e até os próprios investidores, como este caso justamente demonstra.

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

Face ao exposto, julgo que teria sido preferível, tanto para as empresas de investimento como para os seus clientes, que o legislador tivesse optado por reforçar a protecção dos investidores através de outros expedientes legislativos que não a mera proibição de recebimento de *inducements*.

Nesta medida, importa louvar e realçar a solução adoptada no regime seguidor pela Directiva de Distribuição dos Seguros (DDS)<sup>97</sup> e a posterior Lei da

<sup>96</sup> MURPHY, HANNAH, MORRIS, STEPHEN e MOONEY, ATTRACTA, *Mifid II has thrown up several unintended consequences*, Financial Times, 2019, disponível em: <https://www.ft.com/content/6644989a-02b2-11e9-99df-6183d3002ee1>.

<sup>97</sup> Directiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de Janeiro de 2016 sobre a distribuição de seguros. Para uma comparação mais pormenorizada entre as diferenças na aplicação do regime dos *inducements* no âmbito da DMIF II e da DDS, ver ELISABETE RAMOS, MARIA, “Distribuição de Seguros, Protecção do Cliente e Arbitragem Regulatória”, *Revista CXR*, n.º36, Out/Dez 2018, pp. 71-76.

Distribuição dos Seguros<sup>98</sup>. De acordo com o artigo 29.º/2 da DDS, um *inducement* será admitido sempre que i) não tenha um efeito prejudicial na qualidade do serviço prestado ao cliente e ii) não interfira com a obrigação de agir de forma honesta, correta e profissional, de acordo com os melhores interesses do cliente<sup>99</sup>. Assim, enquanto a DMIF II impõe a melhoria de qualidade do serviço como um critério indispensável da admissibilidade dos benefícios (*quality enhancement test*), o regime segurador adopta a posição diametralmente oposta, proibindo-os apenas quando prejudiquem o serviço que está a ser prestado (*quality decrease test*).

Mesmo não tendo o legislador do direito dos seguros demonstrado a preocupação do seu homólogo financeiro em proteger os interesses dos clientes a todo o custo, o facto do regime da DDS ser marcadamente menos restritivo para os seguradores torna-o imune a muitos dos problemas que foram apontados a este último ao longo deste capítulo. Neste sentido, nas palavras de Paulo Câmara, «*não é insensato preconizar que uma evolução futura do regime dos benefícios no direito financeiro possa passar por uma aproximação do direito dos valores mobiliários ao direito segurador, já que este se revela mais enxuto do ponto de vista legislativo e se encontra a salvo do sobrepeso regulatório actualmente detectado na regulação dos serviços relativos a instrumentos financeiros*»<sup>100</sup>.

Refira-se ainda a existências de interessantes propostas alternativas de optimização do regime avançadas pela doutrina europeia, que vão desde a introdução de uma cláusula de responsabilidade civil na própria DMIF II<sup>101</sup> (o que permitiria não só garantir a harmonização da resposta legislativa à violação das obrigações de conduta por parte dos intermediários financeiros nos diversos ordenamentos jurídicos europeus, como desincentivar o recebimento de *inducements* e manter um *level-playing field* entre as empresas de investimento europeias) até promoção do alinhamento dos interesses dos trabalhadores das empresas de investimento e os clientes através do estabelecimento de uma com-

<sup>98</sup> Lei n.º 7/2019, de 16 de Janeiro.

<sup>99</sup> De igual modo, artigo 44.º da Lei n.º 7/2019.

<sup>100</sup> CÂMARA, PAULO, Anotação ao Artigo 44.º, in Romano Martínez, Pedro e Albuquerque Matos, Filipe (org.), *Lei da Distribuição de Seguros Anotada*, Almedina, 2019, p. 385.

<sup>101</sup> O ordenamento jurídico português contém uma cláusula deste tipo no artigo 304.º-A CdVM, que responsabiliza directamente o intermediário financeiro perante qualquer pessoa pela violação dos seus deveres. No entanto, o que se propõe é uma resposta harmonizadora a nível europeu levada a cabo pelo legislador comunitário, e não uma resposta fragmentada por Estado-Membro que apenas acentua o problema subjacente da falta de harmonização legislativa a nível europeu na questão dos *inducements*.

ponente variável no salário dos primeiros dependente da boa *performance* dos investimentos aconselhados ou efectuados em nome dos clientes<sup>102</sup>.

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

<sup>102</sup> Neste sentido, *ver* PAPAConstantinou, GEORGE A., *supra* nota 7, pp. 380-389; e Busch, DANNY, “Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID’s Impact on an Asset Manager’s Civil Liability”, *Capital Markets Law Journal* (2012), disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2900842>.