

*Estudos em Honra
do Professor Doutor*

JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO

VOLUME II


ALMEDINA

O DEVER DE ADEQUAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

PAULO CÂMARA*

SUMÁRIO: 1. *Enquadramento*. 2. *Estrutura do dever*. 3. *A avaliação da adequação*. 4. *Execução estrita de ordens*. 5. *Os instrumentos financeiros complexos*. 6. *Extensão a outros produtos financeiros*.

1. Enquadramento

I – Os mercados financeiros exibem sinais de uma crescente sofisticação. A turbulência financeira verificada globalmente a partir de Agosto de 2007 acaba de o confirmar. A deficiente avaliação de instrumentos financeiros emitidos em operações agregadas de securitização teve efeitos exponencialmente negativos perante uma sucessão de incumprimentos de créditos de elevado risco (*subprime*): seguiu-se uma retracção importante nos mercados inter-bancários, a precipitar uma baixa generalizada de cotações e um declínio na confiança dos mercados financeiros.

A ocasião é, assim, propícia para focar atenções numa das novidades legislativas consagradas para reforço da tomada de decisões de investimento esclarecidas, em decorrência da transposição da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, ocorrida por virtude da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

II – Do ângulo das necessidades informativas dos investidores, as regras sobre prospectos em ofertas públicas de valores mobiliários não

* Mestre em Direito (Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa) e Advogado. As opiniões expressas no presente texto são-no a título exclusivamente pessoal.

constituem resposta suficiente para lidar com a complexidade crescente dos instrumentos financeiros. Assim sucede por três motivos: em primeiro lugar, dado o conceito apertado de oferta pública, havendo muitas distorções de valores mobiliários que escapam à previsão do artigo 109.º CVM. Além disso, o regime das ofertas públicas não se aplica a instrumentos financeiros que não sejam valores mobiliários. Por fim, mesmo estando em causa ofertas públicas de valores mobiliários, o respectivo prospecto é frequentemente uma peça volumosa, com mais de uma centena de páginas, o que diminui o número de casos em que é efectivamente lido e compreendido pelos seus destinatários¹.

Neste contexto, assume relevo central o dever, imposto aos intermediários financeiros, de prévio escrutínio sobre o carácter adequado da operação visada pelos seus clientes.

III – A origem deste dever de adequação filia-se nas construções norte-americanas sobre dever de tratamento equitativo do cliente.

Nos EUA, o dever de adequação (*suitability rule*) tem consagração nas regras de organismos auto-reguladores mobiliários (v.g. a FINRA, sucessora da *National Association of Securities Dealers – NASD* e a *Chicago Board Options Exchange*)², procurando originariamente servir de resposta às técnicas de comercialização agressiva de instrumentos financeiros. Segundo a sua consagração central, em causa está o dever, imposto na prestação de serviços atinentes à transmissão de *securities*, de recomendar apenas aqueles valores que, segundo a informação conhecida, são adequados ao cliente.

A origem deste dever jurídico³ remonta a um estudo da SEC realizado em 1963 que traçava um retrato muito preocupante sobre as práticas agressivas à altura empregues no tocante à distribuição de instrumentos financeiros e aos comportamentos, revelados em muitos investidores,

¹ PAULO CÂMARA, *A Directiva dos Prospectos: Contexto, Conteúdo e Confronto com o Direito Positivo Nacional*, nos *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor António Marques dos Santos*, I, (2005), 1083-1114.

² Em causa estão a NASD Rule 2310 (*Recommendations to clients (Suitability)*) – sobre a qual existe abundante material interpretativo (*vide*, entre outros, IM-2310-1, IM-2310-2 e IM-2310-3), disponível em www.finra.org – e a Rule 9.9.2 da CBOE.

³ Há quem aponte que antes da sua juridificação, a adequação já valia, no contexto norte-americano, como imperativo ético: NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, *Brigham Young University Law Review* (2001), 1496.

similares aos detectados no jogo e aposta. O estudo concluía recomendando à NASD uma densificação e fiscalização redobrada do dever de adequação⁴.

O fundamento da *suitability rule*, assim desenhada, estaria ligado ao investimento de confiança depositado pelo cliente na posição profissional do intermediário ou na relação contratual entre ambos firmada⁵. Apesar desta matriz auto-reguladora na sua génese, o dever de avaliação de adequação para evitar erros de julgamento do lado dos clientes também mereceu desenvolvimento interpretativo por via judicial e administrativa⁶⁻⁷.

Como decisões judiciais célebres a ilustrar o dever de adequação, temos nomeadamente as seguintes:

- Uma viúva de reduzidas posses confia o seu património a um corretor que realiza investimentos em valores mobiliários de elevado risco: o tribunal entende haver violação do dever de adequação⁸;

⁴ MATTHEW J. BENSON, *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, *Suffolk University Law Review*, 34 (2001), 401.

⁵ Para uma descrição das teorias baseadas na reputação e posição profissional do intermediário (*shingle theory*) e das teorias fiduciárias derivadas de certas relações contratuais (v.g. consultoria): DAVID LIPTON, *Broker Dealer Regulation*, Vol. 2 (15A), *Deerfield/New York/Rochester*, (1996), § 5.01 – §5.04; ROBERT N. RAPP, *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers*, *Ohio Northern University Law Review* 24 (1998), 194-217.

⁶ Reenvia-se para a Rule 15b10-3 da SEC, que faz aplicar este dever a intermediários não filiados no NASD.

⁷ Atenta a natureza auto-reguladora destas indicações, as pretensões movidas judicialmente por motivos de alegadas violações da *suitability rule* têm invariavelmente por base a *Rule 10b-5* emitida com base no *Securities Exchange Act* de 1934 (FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, *Arizona State Law Journal* (Summer 2005), 11; LAWRENCE CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, *Washington and Lee LR* Vol. 59, (2002), 767-ss; e para os antecedentes: RICHARD W. JENNINGS/HAROLD MARSH JR./JOHN COFFEE JR., *Securities Regulation – Cases and Materials*⁷, Westbury, N.Y., (1992), 639-642). Entre nós, as referências pioneiras à doutrina da *unsuitability* encontram-se no importante ensaio de JOSÉ ANTÓNIO VELOSO, *Churning: Alguns Apontamentos com uma Proposta Legislativa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 349-453 (358, 380-ss).

⁸ *Twomey v. Mitchum, Jones and Templeton, Inc.*: 262 Cal. App. 2d 690; 69 Calif. Rptr. 222 (1968).

- Em resposta a uma acção fundada na violação do dever de adequação, o intermediário alega estar em causa um cliente sofisticado. O tribunal nega-lhe razão, considerando o dever de adequação aplicável às relações com clientes, sejam estes qualificados ou não-qualificados⁹.

IV – Este legado foi aproveitado na Europa, seja através da influência dos padrões da IOSCO sobre intermediação financeira¹⁰, que lhe asseguraram maior divulgação, seja ainda por mérito das regras vigentes no Reino Unido¹¹.

No Direito comunitário, a Directiva relativa aos Serviços Financeiros, datada de 1993, já exigia aos intermediários financeiros o dever de conhecimento da situação financeira, da experiência e dos objectivos de investimento do cliente¹². Todavia, é a consagração, em termos amplos, do dever de adequação na Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros e respectiva Directiva de execução, que representa o culminar da recepção da figura no contexto europeu.

V – Previna-se preliminarmente que a comparação entre o regime europeu e o norte-americano deve ser efectuada com extremas cautelas. Nos EUA, embora o centro do dever de adequação do instrumento financeiro ao cliente se situe nas recomendações de investimento¹³, o concreto conteúdo deste dever continua sujeito a um significativo debate – havendo vários autores a lamentar-se que o instituto não tenha merecido ainda uma sedimentação satisfatória¹⁴. Contrariamente, na Europa, houve uma eman-

⁹ *Hanley v. SEC*: 415 F.2d (2nd Circ. 1969).

¹⁰ IOSCO, *Report on International Conduct of Business Principles* (1990), onde se lê que a recolha de informação sobre o cliente *is a necessary element in enabling a firm to fulfil any suitability requirements*.

¹¹ No Reino Unido, as primeiras consagrações surgiram na Core Rule 16 do Securities Investment Board, no Capítulo II, 3.1 do IMRO e na Rule 5.31 do SFA – organismos antecessoras da actual Financial Services Authority. Cfr. JONATHAN FISHER/JANE BEWSEY, *The Law of Investor Protection*, London, (1997), 33-36.

¹² Artigo 11.º, § 4.º, 4.ª alínea da Directiva n.º 93/22/CEE.

¹³ É certo que a Rule 405 da NYSE tem um âmbito mais alargado, mas o seu conteúdo resume-se ao dever de diligência e de conhecimento do cliente, não se podendo qualificar como dever de adequação em sentido próprio.

¹⁴ Os epítetos cunhados na literatura são reveladores: “*one of the most ill-defined concepts in all securities law*” (RICHARD BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk, Business Lawyer* Vol. 54 (Aug.-1999), 1599),

cipação significativa em relação ao contributo norte-americano, e o tema é agora sujeito a regras bastante desenvolvidas, que se aplicam a todos os serviços de investimento.

O dever em apreço apresenta-se, assim, no regime vigente na Europa, como dever geral na prestação de serviços de intermediação. Daí que, em transposição da Directiva comunitária, a matéria tenha sido tratada no Código dos Valores Mobiliários, em subsecção própria, inserida entre os dispositivos dedicados aos deveres organizativos e de conduta dos intermediários financeiros (artigos 314.º-314.º-D)¹⁵, no Capítulo I do Título VI.

Aliás, uma análise atenta do regime que lhe está associado leva a concluir apenas poderem estar em causa serviços que impliquem uma relação de clientela. Fica afastado, assim, da disciplina a examinar a gestão de sistema de negociação multilateral. A aplicação à colocação e à tomada firme parece, igualmente, largamente comprometida pela natureza das coisas.

2. Estrutura do dever

I – O dever geral de avaliação da adequação do serviço proposto tem uma estrutura complexa, decompondo-se em três deveres distintos, que se interligam e são instrumentais ao mesmo fim:

- o dever de recolha de informação;
- o dever de avaliação de adequação;
- o dever de informação sobre a inadequação ou sobre a falta de informação obtida.

O desenvolvimento seguinte procura acompanhar, sucessivamente, cada um destes deveres.

II – Esta situação jurídica complexa pressupõe, à partida, o dever de recolha de um manancial de informação sobre conhecimentos e experiên-

“*nebulous and amorphous as to its content and parameters*” (LEWIS LOWENFELS/ALAN R. BROMBERG, *Suitability in Securities Transactions, Business Lawyer* (Aug.-1999), 1557).

¹⁵ Entre nós, este dever é estendido aos comercializadores de unidades de participação em fundos de investimento mobiliário que não sejam intermediários financeiros: cfr. artigo 70.º, n.ºs 3 e 4 do Regulamento da CMVM n.º 15/2003, na redacção dada pelo Regulamento n.º 7/2007.

cia do cliente em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado, de modo a permitir ao intermediário determinar se o produto ou o serviço de investimento considerado lhe é adequado.

Este dever de obter informação sobre o cliente (*know your client*) é dissonante com o tradicional dever de discrição que vale para a actividade bancária, que pode envolver a proibição de colocação de algumas questões respeitantes à esfera pessoal do cliente. Mais: na prestação de serviços de investimento o intermediário financeiro não pode incentivar um cliente a não prestar a informação requerida (artigo 314.º-C, n.º 1).

Entre nós, por obra das indicações comunitárias, há uma delimitação de um mínimo de informação que deve ser obtida do cliente¹⁶, traçada através de um regime dual: às exigências estabelecidas em termos gerais (artigo 314.º, 314.º-B e 314.º-C), soma-se um regime especial para a gestão de carteiras e consultoria para investimento (artigo 314.º-A).

O regime geral obriga a que o intermediário solicite ao seu cliente informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo de instrumento financeiro ou ao serviço considerado. Esta informação deve ser suficiente para avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos (artigo 314.º, n.º 1) e deve incluir pelo menos: os tipos de serviços, operações e instrumentos financeiros com que o cliente está familiarizado; a natureza, o volume e a frequência das operações do cliente em instrumentos financeiros e o período durante o qual foram realizadas; e o nível de habilitações, a profissão ou a anterior profissão relevante do cliente (artigo 314.º-B, n.º 1).

O objectivo final da compreensão do risco do investimento proposto, tendo embora como referência imediata as pessoas singulares, também se deve aplicar às pessoas colectivas. Neste caso, porém, o enunciado legislativo deve ser habilmente interpretado, no sentido de a recolha de informação dever ser feita em relação ao representante relevante do cliente para

¹⁶ No Direito norte-americano houve uma evolução apreciável na determinação do manancial de informação que deva ser obtida (FREDERICK MARK GEDICKS, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, cit., 5-6; THOMAS LEE HAZEN, *Securities Regulation*, cit. 836). De uma posição inicialmente assumida pela NASD em 1964 no sentido da inexistência de um dever positivo de recolha de informação, mas logo contrariada pela SEC, evoluiu-se em 1991 para a consagração de um dever alargado de obtenção de informação junto de investidores não institucionais (LEWIS LOWENFELS/ALAN R. BROMBERG, *Suitability in Securities Transactions*, cit., 1563-1564).

efeitos do concreto investimento em causa¹⁷. Estando em causa um instituto que visa evitar erros de julgamento, o artigo 259.º do Código Civil serve, por identidade de razão, de conforto a esta solução.

III – Embora a lei não o diga directamente, vai implícita na mensagem legislativa a ideia de que o intermediário financeiro deve também recolher toda a informação sobre o instrumento financeiro que é proposto ao cliente.

Esta conclusão é extraída através de mera interpretação enunciativa do regime plasmado nos artigos 314.º e seguintes. Se assim não fosse, não estaria o intermediário habilitado para fazer o juízo de adequação entre o projecto de investimento visado e as características concretas do cliente. O ponto não parece merecedor de dúvida, a ponto de que a única razão plausível pela qual se admite que a lei não esclareceu directamente o dever, por parte do intermediário financeiro, de conhecer o investimento por ele proposto é porque tal equivaleria a afirmar o óbvio.

Retira-se, pois, que também à luz do Direito português o dever de adequação pressupõe um dever de conhecimento do cliente (*know your client*) e do instrumento financeiro envolvido (*know your security*)¹⁸.

IV – As exigências descritas representam, como se referiu, o reduto informativo mínimo que deve ser exigido do cliente. O intermediário financeiro pode exigir mais informação – e em muitos casos fá-lo-á. Merece invocar, aliás, existir uma interessante discussão, ocorrida nos EUA, sobre o que deva ser avaliado para efeitos da adequação.

Além de aspectos financeiros, há quem – baseado nas teorias sobre finanças comportamentais – sustente que os testes de adequação deveriam igualmente versar sobre o perfil psicológico do cliente, a fim de detectar a sua propensão ou aversão ao risco ou para avaliar as suas expectativas no sentido mais global¹⁹.

¹⁷ Também neste sentido: ROB PRICE, *Conduct of Business Standards – Fair Dealing with Clients*, in MATTHEW ELDERFIELD (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, cit., 162. Caso diverso é, naturalmente, o da responsabilidade da pessoa singular que, conhecendo o risco, aceita um investimento desajustado ao da pessoa colectiva que representa: cfr. sobre estes NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, cit., 1498.

¹⁸ LEWIS LOWENFELS/ALAN R. BROMBERG, *Suitability in Securities Transactions*, cit., 1557.

¹⁹ LAWRENCE CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, cit., 34-37.

O grau de diversificação da carteira do cliente também é apontado como um elemento importante para avaliar o risco que determinado investimento pode implicar²⁰.

V – Como notado, uma mais exigente avaliação da adequação surge imposta na gestão de carteiras e na consultoria para investimento²¹ – áreas em que é mais aguda a natureza fiduciária da prestação do intermediário.

Nestes casos, segundo o artigo 314.º-A, devem ser indagados, além dos elementos anteriormente referidos, a situação financeira e os objectivos do investimento.

VI – Apesar de o dever de adequação também valer para os casos em que o cliente é qualificado²², este sujeita-se todavia a um regime marcadamente diverso.

Em termos de enquadramento, a informação recolhida deve ter em consideração a natureza do investidor (artigo 314.º-B, n.º 2).

Além disso, quando o intermediário financeiro prestar um serviço de investimento a um investidor qualificado presume-se que, em relação aos instrumentos financeiros, operações e serviços para os quais é tratado como tal, esse cliente tem o nível necessário de experiência e de conhecimentos (artigo 314.º-B, n.º 3).

Soma-se ainda que na prestação de consultoria para investimento a um investidor qualificado, se presume que aquele consegue suportar financeiramente o risco de qualquer eventual prejuízo causado pelo investimento (artigo 314.º-A, n.º 4).

Ambas as presunções descritas são, nos termos gerais (artigo 350.º, n.º 2 CC), ilidíveis. Porém, a ilisão de presunção apenas pode funcionar em relação ao intermediário se baseada em informação de que este dispõe;

²⁰ RICHARD BOOTH, *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk*, cit., 1599-1627, que propõe uma avaliação agregada dos spreads da carteira como meio de calcular o risco dos portfólios; em termos semelhantes: STEPHEN B. COHEN, *The Suitability Rule and Economic Theory*, *Yale Law Journal* Vol. 80 n.º 8 (1971), 1604-1635; ROBERT N. RAPP, *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers*, cit., 252-279.

²¹ O conceito de consultoria para investimento é aqui empregue em sentido técnico.

²² Do mesmo modo, no panorama norte-americano: DAVID LIPTON, *Broker Dealer Regulation*, cit., § 5.01 [3].

por isso é que a Directiva e o artigo 314.º-A, n.º 4 CVM utilizam a fórmula “o intermediário pode presumir”.

3. A avaliação da adequação

I – Em cada prestação de serviço de investimento, deve ser ajuizada a sua adequação ao perfil do cliente.

A literatura frequentemente qualifica a adequação aqui suposta como uma adequação qualitativa²³, por oposição à adequação quantitativa, que subjaz à proibição de intermediação excessiva (*churning*)²⁴. A asserção, no entanto, pode revelar-se inexacta. É certo que a avaliação aqui subjacente é essencialmente qualitativa, ao assentar numa relação entre o concreto perfil do investidor e as características (em particular, quanto ao risco) do negócio visado. Todavia, esta divisão entre aferição quantitativa e qualitativa revela-se excessivamente simplista, porquanto o risco a afectar a carteira do cliente depende não só da natureza dos instrumentos a investir, mas também da quantidade aí associada, e do portfolio global em causa²⁵. Não pode esquecer-se, ademais, que o risco da execução de ordens inadequadas se liga ao facto de a remuneração dos corretores assentar em comissões por negócio, estimulando estruturalmente a concretização da ordem²⁶ – não obstante, claro está, o interesse do intermediário residir na manutenção, em termos duráveis, do contrato de intermediação e da confiança do seu cliente²⁷. E esse problema – por outras palavras: a tensão entre a perspectiva do ganho (ilegítimo) imediato e a ameaça, ainda que diferida, do dano reputacional – é afinal transversal em relação ao dever de adequação e à proibição da intermediação excessiva.

Entende-se, em suma, que o juízo de adequação qualitativa do serviço ao cliente é necessário mas pode não ser suficiente.

²³ Assim: RICHARD W. JENNINGS/HAROLD MARSH JR./JOHN COFFEE JR., *Securities Regulation – Cases and Materials*⁷, cit., 641-642; MATTHEW J. BENSON, *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, cit., 402.

²⁴ Entre nós, cfr. o artigo 310.º CVM.

²⁵ STEPHEN B. COHEN, *The Suitability Rule and Economic Theory*, cit., 1607-1630.

²⁶ NORMAN S. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, cit., 1524-1527.

²⁷ Antológico, a este propósito: DONALD C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers*, *California LR*, Vol. 84, n. 3 (1996), 628-631, 648-669.

II – Para se entender a intensidade da avaliação aqui exigida, há que contar, de uma banda, com o regime geral e, de outra banda, com os particularismos da gestão de carteiras e da consultoria para investimento.

Em relação a todos os serviços de investimento, deve o intermediário verificar se o cliente dispõe da experiência e dos conhecimentos necessários para compreender os riscos envolvidos na operação (artigo 314.º, n.º 1).

Em adição, no caso da consultoria para investimento e gestão de carteira, será ainda necessário ajuizar se a operação específica a recomendar ou a iniciar corresponde aos objectivos de investimento do cliente em questão e se o cliente pode suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento conexos, em coerência com os seus objectivos de investimento (artigo 314.º-A, n.º 2).

A versão inglesa da DMIF emprega designações diferentes para cada um dos exames reclamados: ao primeiro intitula *appropriateness regime*, e ao segundo, mais exigente, *suitability regime*²⁸. Mas semelhante distinção terminológica não é operada no texto nacional, nem da Directiva, nem dos preceitos do Código dos Valores Mobiliário que procedem à sua transposição.

III – As consequências de uma avaliação negativa são diferentes em função do tipo de serviço envolvido.

Estando em causa o regime-regra (*appropriateness regime*), se o intermediário financeiro concluir que a operação considerada não é adequada ao cliente deve adverti-lo, por escrito, para esse facto (artigo 314.º, n.º 2).

Na consultoria para investimento e gestão de carteiras, se o cliente não entende os riscos subjacentes em cada transacção, o intermediário não deve prestar o serviço. A expressão legal encontrada no n.º 3 do artigo 314.º-A, em fiel obediência ao texto da Directiva comunitária, é o de que o intermediário *não deve recomendar* o serviço ao cliente²⁹. Mas convém não esquecer que a proibição de prestação do serviço também se aplica à gestão de carteiras, em que não há propriamente recomendação, mas execução em regra discricionária de decisões de investimento³⁰.

²⁸ Cfr. por exemplo ALESSANDRA CHIRICO, *Suitability and Appropriateness under MiFID: "Faithful watchdogs" or "terrible twins"?*, ECMI Policy Brief n.º 9 (Sept.-2007), 3-6.

²⁹ Cfr. artigo 35.º, n.º 1, c) da Directiva 2006/73/CE.

³⁰ ROB PRICE, *Conduct of Business Standards – Fair Dealing with Clients*, in MATTHEW ELDERFIELD (ed.), *A Practitioner's Guide to MiFID*, cit., 161, 164, 169.

Em todo o caso, a *ratio* desta norma proibitiva é fácil de entender. Com efeito, a recomendação de um instrumento financeiro ou a execução de uma decisão de investimento que envolva um risco que o cliente não conheça equivaleria ao incumprimento do dever de adequação do intermediário, que é precisamente o que o regime em análise pretende evitar.

IV – O dever de aferição da adequação abrange serviços referentes a negócios aquisitivos e dispositivos.

Apreciação separada, porém, deve merecer a alienação de direitos de subscrição ou de direitos de aquisição de participações sociais. Aqui – e ressaltando apenas os casos de *short selling* de direitos –, o investidor é colocado numa situação em que a não-decisão implica o risco de diluição patrimonial. Por isso, o teste de adequação deve ser encarados em termos mais abertos – para não desembocar na tendencial ou sistemática caducidade dos direitos pelo seu não exercício, o que contrariaria a teleologia do preceito: a protecção do cliente.

V – A lei não prescreve um directo intervalo temporal entre a avaliação da adequação e a prestação do serviço. Este pode seguir-se imediatamente àquela, se o resultado da avaliação concluir no sentido da adequação do serviço.

A acrescer, à semelhança do que sucede em relação à classificação dos clientes, não se prescreve uma periodicidade para a revisão dos testes de adequação. Não pode censurar-se esta solução. Como ensinam os estudos de finanças comportamentais (*Behavioral Finance*), a apetência para o risco pode variar em função de um complexo de elementos (idade, situação do mercado, origem do património afectado) – o que sempre tornaria difícil o desenho de um prazo de revisão para detecção da adequação, por via legal³¹.

VI – O regime do dever de adequação conta também com especialidades quando envolvido em relações plurissubjectivas.

O intermediário financeiro que recebe de outro intermediário financeiro instruções para prestar serviços de investimento em nome de um

³¹ DONALD C. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and their Sophisticated Customers*, cit., 627-699; LAWRENCE CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, Washington and Lee LR Vol. 59, (2002), 767-ss.

cliente deste último pode confiar em duas diversas fontes de informação: na informação sobre o cliente que lhe tenha sido transmitida pelo intermediário financeiro que o contratou; ou nas recomendações relativas ao serviço ou operação que tenham sido transmitidas ao cliente pelo outro intermediário financeiro (artigo 314.º-C, n.º 3).

O intermediário financeiro que transmita instruções a outro intermediário financeiro deve assegurar a suficiência e a veracidade da informação transmitida sobre o cliente e a adequação das recomendações ou dos conselhos relativos ao serviço ou operação que tenham sido por si prestados a este (artigo 314.º-C, n.º 4).

Havendo sub-contratação, o dever de exame de adequação é feito pelo subcontratante, dado ser este o contraente directo do cliente.

VII – O cumprimento do dever de adequação coloca, por fim, dificuldades práticas em contas detidas em contitularidade.

Como facilmente se alcança, só existe verdadeiramente um problema nas contas solidárias, que autorizam a disposição dos valores mobiliários por cada um dos contitulares, sem necessária intervenção dos demais. É por isso pertinente perguntar se nesse quadro os deveres de adequação se reportam a todos os contitulares.

Embora o regime jurídico não apresente directa resposta, não parece que esta deva ser necessariamente afirmativa. Se apenas um dos contitulares é dotado de capacidade jurídica, deve bastar-se uma análise que se refira apenas a esse sujeito, sendo dispensado em relação aos demais. Nos demais casos, parece dever reclamar-se autorização de vários contitulares – e, no limite, de todos os afectados.

Não obstante, o sistema admite estipulações pactúcias entre os contitulares que confirmam a apenas um deles a posição de examinado para efeitos de adequação.

4. Execução estrita de ordens

I – No que respeita aos serviços de recepção, transmissão e execução de ordens, a lei consagra uma importante derrogação ao dever de adequação.

Em causa estão os serviços de execução estrita (*execution-only*), que requerem o cumprimento cumulativo dos seguintes requisitos:

- Estar em causa um instrumento financeiro não-complexo, conceito que adiante será analisado³²;
- Ser o serviço prestado por iniciativa do cliente³³;
- Ter o cliente sido advertido, por escrito, ainda que de forma padronizada, de que, na prestação deste serviço, o intermediário financeiro não é obrigado a determinar a adequação da operação considerada às circunstâncias do cliente; e
- Cumprir o intermediário financeiro os deveres relativos a conflitos de interesses.

Se estiverem reunidos estes requisitos, nenhum dos três deveres aqui envolvidos – dever de recolha de informação, dever de avaliação de adequação e dever de informação sobre a inadequação ou sobre a falta de informação obtida – se tem como aplicável.

A partir desta excepção, infere-se da lei ser permitida a existência de *discount brokers*, dedicados exclusivamente à execução estrita de ordens, desde que os requisitos acima elencados se mostrem cumpridos.

II – A prestação de serviços financeiros através da Internet encontra-se sujeita às mesmas regras de adequação³⁴.

Em causa estão sobretudo os serviços de consultoria, de um lado, e de recepção, transmissão e execução de ordens, de outro lado. Atento o menor contacto pessoal que este meio comunicativo implica, há que assegurar que a informação necessária é recolhida junto do cliente, que os avisos sobre inadequação são correctamente dirigidos e que não há prestação de recomendações em desrespeito dos artigos 314.º e seguintes.

Neste campo, é importante discernir claramente a fronteira entre consultoria genérica e de consultoria em sentido técnico. Usualmente é prestada bastante informação através da Internet sem ter natureza personalizada³⁵.

³² Cfr. *infra*, 5.

³³ Cfr. o considerando 30 da Directiva n.º 2004/39/CE (DMIF), sobre a delimitação conceptual do que se considera ser serviço prestado por iniciativa do cliente.

³⁴ Em sentido próximo, a propósito do Direito norte-americano: MATTHEW J. BENSON, *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, cit., 395-413.

³⁵ MATTEO ORTINO, *Il Mercato Comunitario sei Servizi di Investimento. Il "Trading On-line"*, Milano, (2005), 246-247.

O dever de adequação, lembra-se, apenas se aplica aos casos de consultoria personalizada³⁶.

A recepção, transmissão e execução de ordens através de Internet, por seu turno, passa a ser rodeada de maiores exigências informativas. Porém, como notado, o regime de adequação neste caso é, em comparação com o da consultoria, significativamente menos intenso no tocante ao acervo de informação a recolher e às consequências de uma avaliação negativa da adequação. É certo, além disso, que estes serviços podem ser prestados ao abrigo das regras de execução estrita, acima descritas. Ainda assim, os aludidos dispositivos acabam por implicar limitações significativas à execução estrita de ordens através da Internet relativamente a instrumentos complexos. A compreensão deste conceito reclama, assim, uma explicação adicional, a prestar de seguida.

5. Os instrumentos financeiros complexos

I – Os tipos de instrumentos financeiros não pode ser classificados *a priori*, com inteiro rigor, segundo o seu grau de complexidade. Com efeito, mesmo aos tipos de valores mobiliários de estrutura tendencialmente mais simples podem ser associados, como critérios da remuneração, elementos que tornam a sua avaliação mais difícil.

Todavia, foi sentida a necessidade legislativa de traçar um perímetro a separar os instrumentos financeiros complexos dos não complexos, de modo a permitir que estes pudessem ficar sujeitos a regras menos exigentes, precisamente quanto ao dever de avaliação da adequação do instrumento financeiro ao cliente, sujeitando-se nesses casos a um regime de execução estrita, como analisado.

II – Neste quadro, a técnica utilizada para delimitar a fronteira entre instrumentos financeiros complexos e não complexos envolveu a fixação

³⁶ Nos EUA o essencial orbita em torno da discussão sobre a existência de recomendação para efeitos da *suitability rule*. Cfr. a propósito NASD, *Suitability Rule and Online Communications. Notice to Members 01-23* (April 2001). Aí, todavia, o conceito de recomendação de investimento apresenta em algumas formulações um âmbito mais amplo do que o vigente no regime comunitário, ao abranger todos os casos em que uma operação é, por algum meio, trazida ao conhecimento do cliente: MATTHEW J. BENSON, *Online Investing and the Suitability Obligations of Brokers and Broker-Dealers*, cit., 400.

de um elenco de instrumentos directamente considerados como não complexos, permitindo-se todavia que outros possam merecer tal qualificação se cumprirem requisitos adicionais.

Assim, através da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 314.º-D são directamente considerados não complexos: as acções admitidas a mercado regulamentado (ou equivalente em país terceiro), os instrumentos do mercado monetário, as obrigações e outros valores mobiliários representativos de dívida (que não incorporem derivados) e os OICVM³⁷.

Além disso, nos termos do n.º 2 do artigo 314.º-D CVM, admite-se que outros instrumentos financeiros se qualifiquem como não complexos desde que:

- Não sejam títulos de participação, warrants autónomos, direitos destacados de valores mobiliários, valores atípicos³⁸, contratos diferenciais ou instrumentos financeiros derivados.
- Se verifiquem frequentes oportunidades para o alienar, resgatar ou realizar a preços que sejam públicos e que se encontrem à disposição dos participantes no mercado, correspondendo a preços de mercado ou a preços disponibilizados por sistemas de avaliação independentes do emitente;
- Não impliquem a assunção de responsabilidades pelo cliente que excedam o custo de aquisição do instrumento financeiro;
- Esteja disponível publicamente informação adequada sobre as suas características, que permita a um investidor não qualificado médio avaliar, de forma informada, a oportunidade de realizar uma operação sobre esses instrumentos financeiro.

A qualificação dos warrants autónomos e aos direitos destacados de valores mobiliários como instrumentos financeiros complexos deve ser interpretada em termos alargados. Faz sentido que aqui se incluam identicamente outros valores mobiliários de estrutura derivada, designadamente os certificados, os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis, os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente e os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito.

³⁷ Este dispositivo transpõe o artigo 19.º, n.º 6 primeiro travessão da Directiva 2004/39/CE (DMIF).

³⁸ Para efeitos da alínea *g*) do artigo 1.º do Código.

III – A lista de instrumentos não complexos aqui revelada descende directamente da Directiva comunitária sobre a matéria – a DMIF. No entanto, não se trata de um elenco incontestado. A opção legislativa aparece repetidas vezes criticada por ser estreita em demasia. Basta recordar, a propósito, que na preparação do diploma europeu foram várias as insistências para colocar no leque dos instrumentos não-complexos os instrumentos derivados simples – o que não foi, a final, aceite³⁹.

O sistema, tal como apresentado, não escapa também a acusações de um certo simplismo. A título de exemplo, à luz do critério enunciado na alínea *a*) do n.º 1 do artigo 314.º-D, a avaliação de acções cotadas de uma sociedade de capital de risco ou de uma sociedade que investe em *hedge funds* seria tida como não-complexa. Pode, ademais, reconhecer-se alguma incoerência resultante do facto de o investimento em acções ser tido como operação não-complexa, ao passo que os direitos inerentes às mesmas merecem, ao invés, a qualificação de instrumentos complexos.

Ao conjunto das críticas alinhadas, assim como à norma qualificativa *sub judice* não pode, contudo, atribuir-se excessiva importância. Esta divisão classificativa surge como uma solução de conveniência para tratar um aspecto muito pontual do regime da intermediação, sem que daí se possam inferir consequências mais amplas. A classificação em apreço não pode, é certo, ser tida como um indício incontestado do risco envolvido nos instrumentos financeiros em referência. Esta categorização é, no entanto, necessária, para alcançar uma determinação apriorística dos instrumentos que admitem execução estrita.

6. Extensão a outros produtos financeiros

I – Um dos desenvolvimentos recentes ligados ao dever de adequação prende-se com a sua aplicação para além do elenco de instrumentos financeiros consagrado na Directiva n.º 2004/39/CE. O ponto de partida para esta extensão funda-se na equivalência funcional de outros produtos financeiros a que esteja subjacente um risco. Nestes casos, o dever de adequação mostra-se apto a acautelar processos decisórios robustos, do lado do aforrador, e a prevenir assimetrias informativas no circuito de distribuição.

³⁹ NIAMH MOLONEY, *The Lamfalussy Process and Recent Evidence on Its Operation: An Examination on Level 2 and Level 3 and the Role of the CESR*, (2007).

Tanto é assim que, nos Estados Unidos, há um reconhecimento, por via auto-regulatória, do dever de adequação na comercialização de rendas perpétuas (*annuities*)⁴⁰ e uma crescente preocupação com a consultoria em fundos de pensões⁴¹.

II – O sistema jurídico português foi colocado na primeira linha desta tendência através da recente consagração do dever de adequação na comercialização individual de fundos de pensões abertos e de contratos de seguro ligados a fundos de investimento (*unit-linked*)⁴².

Identicamente, o regime referente à comercialização pública de contratos de investimento em bens corpóreos prevêem que as sociedades comercializadoras devem solicitar ao cliente a informação necessária para avaliar a adequação do contrato oferecido às circunstâncias pessoais daquele, nomeadamente ao seu perfil de risco, por forma a orientá-lo para que a sua decisão de investimento seja tomada de forma consciente e se adequa a esse perfil⁴³.

Em ambos os casos, trata-se de um dever de adequação simplificado, que não pressupõe, a montante, a categorização dos clientes, aplicando-se a qualquer cliente, independentemente da sua natureza. Além disso, o grau prescritivo aqui subjacente é mais moderado, forçando à recolha da informação *necessária* para avaliar a adequação do produto oferecido às circunstâncias pessoais do cliente.

III – Este desenvolvimento não surge isolado e constitui um interessante sintoma da vocação expansiva do dever de adequação, dada a sua potencial projecção a outros instrumentos do sistema financeiro. A rede de distribuição de instrumentos financeiros passa a assumir uma função de

⁴⁰ NATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE COMMISSIONERS, *Suitability in Annuity Transactions Model Regulation*, (2007); FINRA/ANNUITY WORKING GROUP, *Statement in Support of a Suitability Rule for Insurance Companies and Agencies*, (7-Maio-2007), acessível em www.finra.org.

⁴¹ LOUIS LOSS/JOEL SELIGMAN/TROY PAREDES, *Securities Regulation*³, (Supl. 2007), 3336.

⁴² Em referência está o Artigo 14.º do Regulamento da CMVM n.º 8/2007, cujo n.º 1 dispõe que *as entidades comercializadoras solicitam ao cliente a informação necessária para avaliar a adequação do produto oferecido às circunstâncias pessoais daquele, nomeadamente ao seu perfil de risco, por forma a orientá-lo para que a sua decisão de investimento seja tomada de forma consciente e se adequa a esse perfil*.

⁴³ Artigo 13.º do Regulamento da CMVM n.º 9/2007.

indagação cognitiva dos conhecimentos dos clientes e uma função orientadora das respectivas necessidades.

Em si, e em termos mais largos, este constitui também um indício revelador do carácter pioneiro de alguns institutos do Direito dos valores mobiliários, que pese embora a sua origem periférica, são aportadores de contributos gradual e crescentemente enriquecedores do núcleo do sistema jurídico.

Novembro de 2007

O NOVO REGIME DA REDUÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

PAULO DE TARSO DOMINGUES**

SUMÁRIO: 1. *Redução nominal e redução real do capital social.* 2. *A redução do capital por perdas.* 3. *A redução do capital por exuberância.* 4. *O regime único aplicável à redução do capital, após a reforma de 2007 do CSC:* 4.1. *A pouca ponderação das alterações legislativas efectuadas pelo Decreto-Lei n.º 8/2007;* 4.2. *Os traços essenciais do regime:* 4.2.1. *Competência deliberativa;* 4.2.2. *Tutela de credores;* 4.2.3. *Princípio da igualdade de tratamento.* 5. *A redução do capital abaixo do mínimo legal. A operação-acórdão e a redução a zero (azzeramento) do capital social.*

O objectivo deste trabalho é o de proceder a uma primeira abordagem ao novo regime jurídico da redução do capital social, instituído pelo Decreto-Lei n.º 8/2007, que procedeu a profundas alterações na regulamentação desta operação¹.

* Assistente da Faculdade de Direito da Universidade do Porto.

** Com o presente estudo, pretendo modestamente participar na justíssima homenagem ao Senhor Professor Oliveira Ascensão, vulto maior da ciência jurídica portuguesa, de quem não tive o privilégio de ser aluno, mas de quem me sinto sempre aluno.

¹ Sobre a operação de redução do capital social pode ver-se, entre nós, J. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito comercial*, Vol. IV, *Sociedades comerciais*, Lisboa, 2000, pp. 157 ss.; RAÚL VENTURA, "Alterações do contrato de sociedade", *Comentário ao código das sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 1988, pp. 311 ss.; A. MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito das sociedades*, I, *Das sociedades em geral*, Almedina, 2007, p. 781; Id., *Manual de direito das sociedades*, II, *Das sociedades em especial*, Almedina, 2007, p. 831; J. H. PINTO FURTADO, *Curso de direito das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2001; pp. 525 ss.; M. NOGUEIRA SERENS, "Notas sobre a sociedade anónima", *BFDUC, Studia Iuridica*, 14, Coimbra Editora, Coimbra, 2.ª ed., 1997, pp. 123 ss.; P. OLAVO CUNHA, *Direito das socie-*