

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.ao.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.ao.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

Tema: DEVER DE MELHOR EXECUÇÃO DAS ORDENS DOS CLIENTES PELAS EMPRESAS DE  
INVESTIMENTO E O DEVER DE DEFESA DO MERCADO.

**BARREIRO  
12/06/2007**

**ÍNDICE:**

<b><u>1. INTRODUÇÃO</u></b>	Página 3
<b><u>2. DEVER DE MELHOR EXECUÇÃO DAS ORDENS DOS CLIENTES</u></b>	Página 6
<b>2.1. Noção e características</b>	Página 6
<b>2.2. Âmbito subjectivo</b>	Página 9
<b>2.3. As empresas de investimento de outros Estados-Membros e o dever de melhor execução</b>	Página 12
<b>2.4. Conteúdo</b>	Página 13
<b>2.4.1. Deveres de conduta</b>	Página 15
<b>2.4.2. Deveres de informação</b>	Página 15
<b>2.4.3. Deveres de avaliação de riscos dos clientes</b>	Página 16
<b>2.4.4. Deveres de eficiência em função do interesse do cliente</b>	Página 18
<b><u>3. DEVER DE DEFESA DO MERCADO</u></b>	Página 21
<b>3.1. Introdução da problemática em análise</b>	Página 21
<b>3.2. No direito comunitário</b>	Página 21
<b>3.3. No direito português</b>	Página 23
<b>3.4. As empresas de investimento de outros Estados-Membros e o dever de defesa do mercado</b>	Página 24
<b>3.5. Conclusões</b>	Página 24
<b><u>4. CONCLUSÕES</u></b>	Página 25
<b><u>5. BIBLIOGRAFIA</u></b>	Página 28

## **1. INTRODUÇÃO**

O aspecto do direito dos valores mobiliários sobre o qual incide o presente tema será tratado tendo em conta fontes comunitárias ou ditas da União Europeia e fontes internas, nomeadamente o Código Civil, o Regime Geral das Instituições de Crédito, o Código dos Valores Mobiliários, nas suas versões à presente data e eventualmente e devidamente assinalado, a redacção de propostas de alteração relativas a actos legislativos pertinentes a estes.

Inserir-se no âmbito do direito dos negócios, designadamente, dos valores mobiliários, na medida em que se trata do feixe de deveres de execução nas melhores condições, pelas empresas de investimento, das ordens dos clientes, a aplicar na ordem jurídica portuguesa, após 1 de Novembro de 2007, por força de actos comunitários.

Para evitar a dispersão e extensão deste trabalho concentrar-nos-emos no feixe de deveres de boa execução e, instrumental ou acessoriamente, no confronto destes com o dever de defesa do mercado dos valores mobiliários específico a certas entidades, entre estas, as empresas de investimento.

Considera-se este confronto de alguma importância para a aplicação prática do dever de eficiência devido à execução das ordens dos clientes que servindo de orientação ao comportamento daquelas entidades pode por em causa o dever de defesa do mercado.

Como constitui a violação do dever de defesa do mercado, pelas entidades vinculadas à sua protecção, comportamento previsto e punível no direito sancionatório do ordenamento jurídico português, assim como implica responsabilidade eventualmente contra-ordenacional a violação do dever de melhor execução das ordens dos clientes, importará no desenvolvimento que aqui se faz deste tema, fundamentadamente levantar a questão e investir na procura do limite de ambos, em ordem ao cumprimento de um e do outro dever que simultaneamente obrigam a mesma entidade na prossecução da sua actividade.

Mais, o esclarecimento legal ou regulamentar destes limites, pode ser que seja importante para a aplicação de um e do outro dever. A incerteza aqui poderá ser má conselheira e prejudicar a eficiência que se pretende com o dever de melhor execução ou,

inversamente, propiciar violações ao dever de protecção do mercado com a ideia de que o dever de eficiência exigia e portanto legitimava o determinado comportamento.

Será dada uma noção, breve e que se procurará que seja rigorosa e a mais adequada possível dos deveres que surgem no âmbito do dever de melhor execução das ordens dos clientes.

Este tema tem também um tratamento de direito comunitário, na medida em que o feixe de deveres que visa a melhor execução pelas empresas de investimento das ordens dos seus clientes, tem o seu sentido e âmbito de aplicação resultante de um conjunto de actos comunitários que vinculam os Estados-Membros a dar-lhes execução/transposição nas respectivas ordens jurídicas, tendo em conta o fim e o efeito útil daqueles actos comunitários, compreendendo as condições e limitações neles previstas.

Estes actos comunitários são a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, designada Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros ou DMIF que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho, designada dos Serviços de Investimento ou DSI; desenvolvida pela Directiva 2006/73/CE da Comissão e pelo Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, ambos datados de 10/08/2006.<sup>1</sup>

A DMIF, no seu artigo 70.º prevê o passado dia 31 de Janeiro de 2007 como o prazo para a sua transposição por todos os Estados-Membros, quero dizer para a aprovação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias em seu cumprimento e execução na ordem jurídica respectiva a cada um dos Estados-Membros.

A transposição para a ordem jurídica portuguesa, segundo o artigo 112º, n.º 8 da Constituição da República Portuguesa, deve ser prosseguida por acto legislativo ou actos legislativos.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Estes actos, a DMIF e os enunciados que a desenvolvem, foram adoptados segundo o Modelo Lamfalussy. Cumprindo a DMIF o nível 1 deste modelo, e os actos enunciados da Comissão que a desenvolvem, respectivamente, a Directiva o nível 2 e o Regulamento o 3, de abordagem à adopção de actos comunitários no âmbito do direito dos valores mobiliários. O modelo Lamfalussy, inclui ainda um nível 4 de abordagem à adopção de actos comunitários sobre matérias do direito dos valores mobiliários, que é cumprido essencialmente por actos e medidas de fiscalização do cumprimento dos actos comunitários em vigor, por parte da Comissão Europeia sobre as entidades vinculadas e por parte dos Estados-Membros e suas autoridades reguladoras, incluindo medidas que visam a melhoria da cooperação entre estes últimos neste domínio.

<sup>2</sup> Apesar de poder ter tutela jurídica comunitária a execução de um acto da Comunidade Europeia, pelo menos, que seja dotado dos requisitos exigidos para o efeito directo, por qualquer acto de autoridade estadual, com fundamento no princípio da cooperação previsto no art. 10.º do Tratado da Comunidade

O efeito directo de disposições da DMIF, atendendo à condição prevista na mesma de que antes de 1 de Novembro de 2007 os Estados-Membros não estão obrigados a aplicar as disposições que a executam na sua ordem jurídica, tendo até àquela data ampla margem de discricionariedade relativamente à determinação do momento em que pretende o início da vigência da transposição, é de considerar que até à verificação da eliminação ou esgotamento desta margem de discricionariedade do Estado-Membro na execução desta Directiva, não serão, certamente, de considerar reunidos os requisitos exigidos para o efeito directo das suas disposições.

O que é aqui afirmado relativamente à transposição e efeito directo da DMIF repete-se quanto à Directiva 2006/73/CE que a desenvolve no que diz respeito à uniformização dos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e da definição de conceitos.

Quanto ao Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, acima mencionado, não obriga a medidas estaduais em sua execução, no entanto, é previsto no seu artigo 41.º que apesar de ter entrado em vigor, segundo a regra geral, no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação, só é aplicável a partir da data de 1 de Novembro de 2007, com excepção de algumas das suas disposições que são aplicáveis a partir de 1 de Junho de 2007.

A fim de assegurar a protecção dos investidores e a estabilidade do sistema financeiro, as pessoas que prestem serviços de investimento e exerçam actividades de investimento sujeitas à DMIF deverão estar autorizadas pelo Estado-Membro da sua sede estatutária ou, em casos excepcionais, do Estado-Membro da sede da administração central, que as habilita a exercer actividades de investimento em todo o território da Comunidade.<sup>3 4</sup>

---

Europeia e na Jurisprudência do Tribunal de Justiça, nos limites do princípio da interpretação do direito interno conforme ao direito comunitário, ainda que entre particulares, nomeadamente: Processos TJCE 34/67 “Luck”; 43/75 “Defrenne II”; 314/81 “Waterkeyn”; 14/83 “Von Colson et Kamann”; C106/89 “Marleasing”; confrontar com TJCE Processo 91/92 “Faccini Dori”. Excluem-se as simples práticas administrativas, por natureza modificáveis ao critério da administração e desprovidas de publicidade adequada, TJCE Processo C-334/94 “Comissão/França”.

<sup>3</sup> Estado-Membro de origem de pessoa colectiva e de mercado regulamentado: aquele com competência territorial que se estenda ao local onde se situa a sede estatutária; se em conformidade com a lei nacional (do estatuto pessoal), a pessoa ou o mercado regulamentado não tiver sede estatutária, o Estado-Membro com competência territorial que se estenda ao local onde se situa a administração central desta ou deste.

<sup>4</sup> Estado-Membro de pessoa singular: aquele com competência territorial sobre o local onde se situa a administração central da sua actividade de empresa de investimento.

## **2. DEVER DE MELHOR EXECUÇÃO DAS ORDENS DOS CLIENTES**

### **2.1 Noção e características.**

O dever de execução nas melhores condições das ordens dos clientes, pelas empresas de investimento, não se restringe à execução das ordens dos clientes, estende-se à prestação de todos os serviços de investimento, assim como aos serviços auxiliares, segundo, respectivamente, as secções A e B do Anexo I da DMIF, que se dirigem à satisfação de interesses de investimento que possam ser directamente pretendidos por clientes regulares ou potenciais, como a prestação de serviços de consultoria para investimento ou a prestação de serviços de gestão de carteiras.

Por outro lado, também não se restringe, quanto ao tempo, aos actos subsequentes à ordem dada pelo cliente, como o termo «execução» poderia dar a entender. Comporta também deveres que devem ser observados antes do cliente emitir a ordem, quero dizer, antes de se considerar firme pelo cliente a ordem dada, como condições formais de prolação eficaz da mesma.

Pelo que o que aqui e noutros lugares, chama-se, no contexto da DMIF, de “dever de melhor execução” faz-se metonimicamente ou num sinédoque, compreendendo deveres que devem ser observados em momentos a montante e a jusante do tratamento pela empresa de investimento dos respectivos serviços que directamente dirigem-se à pretensão de um cliente. Na verdade, poder-se-ia designar, em geral, ‘dever de melhor prossecução do serviço de investimento perante o cliente’.

Como dever de melhor execução quer significar-se um feixe de deveres que devem ser observados tendo em vista a maximização exigível da adequação da prestação de serviços de investimentos à vontade, livre e suficientemente esclarecida, do cliente.

Uma característica deste feixe de deveres que verifica-se na DMIF e que é normal e adequada à flexibilidade que se pretende ao direito dos negócios, são os conceitos abertos ou indeterminados cuja densificação depende da ponderação das circunstâncias pertinentes do caso concreto e dos valores jurídicos em causa, sendo que estes conceitos não deixam de prever uma orientação ou critério jurídico para o interprete os aplicar devidamente às respectivas situações.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.ao.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.ao.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

É importante não olvidar que os deveres do âmbito da melhor execução, devem ser cumpridos sem prejuízo das instruções do cliente, o que se deve à boa-fé e lealdade devidas no cumprimento de uma relação contratual – regra geral de direito civil e prioridade assegurada pela DMIF, art. 21.º, n.º 1 e actos subsequentes.

Todavia, tal não deve ser entendido no sentido de que qualquer instrução dada pelo cliente afasta o dever da empresa de investimento procurar e aplicar as medidas de melhor execução a que está obrigada, nomeadamente no que respeita à parte do serviço que não é afectada pela instrução do cliente, confirmado no §(68) do preâmbulo da Directiva 2006/73/CE.

É proibido às empresas de investimento, mesmo §(68) do preâmbulo da Directiva 2006/73/CE, induzir de qualquer modo o cliente na determinação do conteúdo de qualquer instrução ou mesmo a emitir qualquer instrução, quando tal seja potencialmente prejudicial para a prossecução dos interesses do mesmo. No entanto, a empresa de investimento mantém-se obrigada, nos termos da boa fé, a cooperar na procura da melhor satisfação dos interesses do seu cliente, principalmente, no que se refere a evitar-lhe prejuízos que decorrem de riscos relativamente aos quais esta tem o dever de esclarecer-lhe, o que a não impede, pelo contrário, de esclarecer o cliente sobre a instrução que este lhe dá e de oportunamente o informar sobre os efeitos concretos que a mesma pode ter e tem tido. Caso não cumpra esta proibição pode ser sancionada com fundamento em violação de deveres de conduta e da qualidade da informação.

A Directiva 2006/73/CE no §(17) do seu preâmbulo e no art. 44.º, n.º 2, confirma que as instruções dadas pelos clientes, em princípio, produzem efeitos para os posteriores serviços de investimento do mesmo tipo, por aquela empresa de investimento ao cliente que as deu – tal deve ser cumprido, mas deve entender-se, salvo se de boa-fé outro for o entendimento expresso e suficientemente formal dado pelo cliente.

Estes deveres que visam a melhor execução das ordens dos clientes visam, por esse meio, a protecção de determinados valores jurídicos, como a lealdade devida ao cliente, a oportunidade de devida ponderação por parte deste, a transparência exigida e a defesa do mercado a que estão vinculadas as empresas de investimento e à sua violação devem ser previstas as adequadas medidas de coerção.

A DMIF pouco ou nada dispõe sobre o poder sancionatório dos Estados-Membros e deixa à discricionabilidade dos Estados-Membros a previsão concreta das consequências sancionatorias-administrativas pela não observância de deveres de melhor execução que prevê, excepto no que respeita à perda da autorização, art. 8.º, d). Porém, no que respeita à consequência civil, de todo, nada dispõe.

No Direito Civil segundo a regra geral da sanção à violação de formalidade *ad substantiam*, a consequência deve ser, em princípio, a nulidade, pelo menos para aquelas formalidades que visam a certeza jurídica e a oportunidade de ponderação exigida à formação da vontade livre e esclarecida para a prática de determinado acto. Na situação ora em análise, se a sanção for a nulidade ou mesmo a anulação, significa que o cliente tem direito a que lhe seja restituído o valor correspondente à totalidade do que verificar-se que não deveria ter sido prestado por causa da declaração de invalidade da decisão em que se fundamentam.

No entanto, por exemplo, o cumprimento do dever de informar o cliente da adequação, do serviço de investimento que possa vir a pretender, às suas circunstâncias é um dever de boa fé e de lealdade, que vem acrescentar à ponderação mínima exigida para a validade da pretensão livremente exteriorizada.

Neste sentido aponta-se a que estes deveres sejam de natureza a obrigar as empresas de investimento a prosseguir determinadas diligências exigidas por lei à protecção do interesse de quem num acto isolado, integrado ou não numa relação anterior, possa vir a contratar um serviço de investimento e, noutro momento, de quem tenha contratado um serviço de investimento.

À decisão acordada com a empresa de investimento que por violação dos deveres prévios de melhor execução possa resultar em prejuízo para o património do cliente que a adoptou, a responsabilidade civil a considerar é a da culpa *in contrahendo* entendendo que em causa estão deveres que justificam-se na boa fé exigida à negociação e à formação da decisão de contratar, embora autonomizados do previsto no artigo 227.º do Código Civil, pelo que é por analogia que aqui lhe indicamos o regime.<sup>5</sup>

Nestes termos a indemnização é pelo valor do interesse negativo, ou seja pelo que o cliente perdeu por ter pretendido certo serviço de investimento, comparando a sua situação

---

<sup>5</sup> Entendida a culpa *in contrahendo* como o instituto de responsabilidade civil aplicável a situações verificadas nos preliminares e na formação do contrato, independentemente da efectiva conclusão deste ou da sua validade e eficácia, cfr. Ac. STJ de 04/04/2006.



**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oo.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oo.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

actual por causa daquele com a situação em que estaria se aquele não se tivesse verificado, ponderadas as suas circunstâncias no momento em que toma a decisão que o prejudicou, salvo tendo sido em tempo útil devidamente informado pela empresa de investimento da inadequação do serviço de investimento em causa visando a minimização dos danos que possam verificar-se e ainda assim tenha assumido consciente, livre, expressa e suficientemente formal, o risco da decisão, assim diminuindo ou mesmo extinguindo a responsabilidade da empresa de investimento, artigo 570.º do Código Civil.<sup>6</sup>

Se a violação que verificar-se dos deveres de melhor execução não tiverem afectado a formação da vontade do cliente mas os cuidados devidos ao cumprimento de boa fé do serviço de investimento que este decidiu contratar, a responsabilidade em causa é a contratual, dado que os deveres violados que aqui devem ser ponderados não resultam de disposição que não tivesse como efeito útil, apenas, o cumprimento de cláusulas contratuais exigidas por acto normativo de autoridade ao cumprimento de boa fé do serviço de investimento conforme o acordado, cfr. artigo 762.º, n.º 2 do Código Civil. São essencialmente normas que visam disciplinar a relação constituída livremente entre a empresa de investimento e o cliente.

Todavia, para aquelas que visam a protecção da transparência e da integridade do mercado e outros valores jurídicos públicos, como para aquelas que visam, como interesse público, a protecção de interesses do cliente, a sanção da sua violação deve ser a contra-ordenação, que pode incluir a revogação da autorização nos termos do art. 8.º da DMIF.

## 2.2 Âmbito subjectivo.

No geral, entende-se como sujeito à aplicação da DMIF e consequentemente à aplicabilidade deste feixe de deveres, as entidades que prestem a terceiros como actividade principal serviços e actividades de investimento previstos na Secção A e/ou B do Anexo I da DMIF, sobre instrumentos financeiros previstos na Secção C do mesmo anexo, excluindo-se, taxativamente, certas entidades que na ordem jurídica comunitária encontram-se sujeitas a regime específico adaptado à respectiva actividade, como as empresas de seguros, os organismos de investimento colectivo e os fundos de pensões – art. 2.º da DMIF onde são

---

<sup>6</sup> Tempo útil no sentido de ainda ser possível evitar a prossecução daquele interesse do cliente. Os danos que se verificarem ao cliente em consequência da actuação da empresa de investimento até ao momento em que esta pede-lhe que retroceda no negócio, naquelas condições em que ela os podia ter evitado observando tempestivamente os deveres que lhe competia, são da responsabilidade desta.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oa.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oa.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

previstas as entidades às quais as disposições desta Directiva não são absolutamente aplicáveis.

Para efeitos da DMIF, entende-se por empresa de investimento, qualquer pessoa colectiva cuja ocupação ou actividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros ou na execução de uma ou mais actividades de investimento a título profissional.

Por meio de acto estadual de execução pode ser estendido o âmbito de aplicação às empresas que sejam pessoas singulares, desde que o regime jurídico previsto a estas – e verifica-se aqui uma certa margem de apreciação por parte do Estado-Membro – assegure a exigência de níveis de protecção de interesses de terceiros e de supervisão prudencial equiparados ao característico das pessoas colectivas. Elevando-se os níveis de exigência no que respeita à extensão do conceito a pessoas singulares que prestem serviços que envolvam a detenção de fundos ou valores mobiliários de terceiros, prevendo a imposição a estas de limites concretos de protecção dos interesses de terceiros, art. 4.º, n.º1 da DMIF.

No artigo 3.º da DMIF prevêem-se entidades às quais esta é aplicável até que se verifique eficazmente o exercício pelo respectivo Estado-Membro de origem da margem de discricionariedade que lhe é conferida de afastar a aplicação da DMIF às empresas de investimento referidas neste artigo. Por consequência, estas assim afastadas da aplicação da DMIF não beneficiarão do especial regime de exercício de liberdades comunitárias fundamentais previsto nos artigos 31.º e seguintes da DMIF. O que não significa que os Estados-Membros possam vedar a estas o exercício daquelas liberdades, isso seria contrário aos artigos 43.º e ss. do Tratado da Comunidade Europeia.

Os espaços de negociação, mercados – entendidos como sistemas multilaterais de encontro de múltiplos interesses de compra e venda de valores mobiliários manifestados por terceiros, que funcionam segundo regras claras e não discricionárias, operado e/ou gerido por um operador de mercado – abrangem os mercados regulamentares e os sistemas de negociação multilateral, que podem ser de funcionamento não regular e que podem ser geridos também por intermediário financeiro. Todos sujeitos à DMIF como empresas de

investimento na medida em que prestem serviços e/ou actividades sobre os instrumentos financeiros, segundo, respectivamente, o Anexo I, Secções A, B e C da DMIF.<sup>7</sup>

As instituições de crédito autorizadas nos termos da Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de Março de 2000, também estão compreendidas no âmbito de aplicação da DMIF às empresas de investimento, quando prestem um ou mais serviços de investimento e/ou actividades de investimento. A estas, a sujeição à DMIF releva apenas no que respeita às disposições enunciadas nos travessões do artigo 1.º, n.º 2 da DMIF, o que inclui o dever objecto deste tema.<sup>8</sup>

O âmbito de aplicação subjectivo da DMIF exposto corresponderá à delimitação de intermediários financeiros do ordenamento jurídico português, prevista no art. 293.º do Código dos Valores Mobiliários. A legislação em vigor, no entanto, não compreende as entidades gestoras de mercados regulamentados como intermediários financeiros, nem permite que estas tenham como objecto auxiliar ou secundário a negociação de valores mobiliários que constitua actividade de intermediação, artigo 2.º, alínea c) do Decreto-Lei n.º 394/99, revisto pelo Decreto-Lei n.º 8-D/2002; assim como não prevê ainda as empresas de consultoria para investimento como intermediários financeiros.<sup>9 10</sup>

Como clientes, para efeitos da aplicação do dever de melhor execução, são considerados qualquer pessoa singular ou colectiva a quem uma empresa de investimento preste qualquer daqueles serviços de investimentos que incidam sobre qualquer daqueles instrumentos financeiros. Distinguem-se duas categorias especiais de clientes para efeitos da DMIF, os clientes profissionais, Anexo II; e as contrapartes elegíveis, art. 24.º, n.º 2 da DMIF.<sup>11</sup>

Segundo o artigo 24.º, n.º 2 da DMIF e conforme aos números 3 e 4 do mesmo artigo excluem-se do âmbito do dever de boa execução a prestação de serviços pretendidos por pessoas classificadas pelo direito do Estado-Membro de origem como contrapartes elegíveis

---

<sup>7</sup> São operadores de mercado a(s) pessoa(s) que gerem ou operem as actividades de um mercado regulamentado. Segundo o artigo 4.º, n.º 1, alínea 13) da DMIF, o próprio mercado regulamentado pode ser o respectivo operador de mercado.

<sup>8</sup> E não Directiva 2001/12/CE que se lê por lapso da tradução.

<sup>9</sup> O anteprojecto de revisão do Cód.V.M. disponibilizado no sítio na Internet da CMVM, prevê as entidades gestoras de sistemas de negociação multilateral como intermediários financeiros, assim como as sociedades mediadoras dos mercados monetários ou de câmbios e as sociedades de consultoria para investimento.

<sup>10</sup> Está disponível no sítio da Internet da CMVM, [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), também, o Ante-projecto de Alteração ao Regime das Sociedades Gestoras de Mercado Regulamentado, assim como o Ante-projecto de Decreto-Lei que institui as Sociedades de Consultoria para Investimento e o Ante-projecto de alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito.

<sup>11</sup> O geral dos clientes por vezes é designado de apenas «clientes» ou «clientes não profissionais».

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.ao.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.ao.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

que, por sua vez, não declarem, por escrito, em geral ou em relação a certa transacção, à entidade que pretendem que preste o serviço, quer o tratamento previsto aos clientes que não são contrapartes elegíveis. As entidades qualificadas de contrapartes elegíveis que façam chegar esta declaração à empresa de investimento que pretendem que preste o serviço são então abrangidas como clientes não profissionais.

Quanto às entidades abrangidas pelo elenco de clientes profissionais está previsto no Anexo II da DMIF um procedimento idêntico ao previsto para as contrapartes elegíveis para que sejam tratadas como clientes não profissionais, pelo que apesar da letra do mencionado artigo 24.º restringir-se às contrapartes elegíveis, o mesmo regime pode ser aplicado aos clientes profissionais. Recordemo-nos também que estamos perante uma Directiva e tal pode ficar claramente disposto nas medidas estaduais de transposição.

Está previsto também o inverso, quer dizer que certos clientes, *numerus clausus*, que não sejam considerados clientes profissionais segundo os critérios gerais e abstractos de classificação, sejam-no a pedido do próprio.

Exemplo: António, maior, estudante universitário, em resposta a uma comunicação lhe dirigida pessoalmente pela empresa de investimento X da qual é cliente regular, dá uma ordem de venda de acções da Y: *ope legis* esta relação está abrangida pelo dever de melhor execução.

A empresa de seguros B, com sede estatutária situada em local sujeito à competência territorial do Estado-Membro Z que por acto de autoridade normativo classifica, as empresas de seguros como a B, como contrapartes elegíveis para efeitos do artigo 24.º, n.º 2 da DMIF, ao dar ordem idêntica à de António, à mesma empresa de investimento: só terá o mesmo tratamento devido a António se exercer o direito potestativo de declarar por escrito que requer tal tratamento com efeitos à transacção em causa.

### 2.3 As empresas de investimento de outros Estados-Membros e o dever de melhor execução.

De acordo com o art. 32.º, n.º 7 da DMIF o Estado-Membro de acolhimento deve assumir a responsabilidade de garantir que os serviços fornecidos por empresas de

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.ao.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.ao.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

investimento autorizadas nos termos da DMIF ou por sucursais destas no seu território respeitam os fins do dever de melhor execução das ordens dos clientes, bem como as medidas estaduais adoptadas em conformidade com esses fins.

O Estado-Membro de acolhimento deve assegurar que tem competência para verificar os procedimentos adoptados por estas sucursais e para exigir a estas as alterações estritamente necessárias dirigidas ao cumprimento das obrigações impostas em função do dever aqui em causa, bem como das medidas de execução do mesmo em vigor no território.

O Estado-Membro de acolhimento não está obrigado à previa comunicação, ao Estado-Membro de origem da empresa de investimento autorizada nos termos da DMIF que por meio de sucursal infringe no seu âmbito de soberania o dever de melhor execução, para aplicar sobre estas medidas de coacção dirigidas ao cumprimento do dever de melhor execução, art. 62.º, n.º 2 da DMIF.

Quanto às empresas de investimento não autorizadas nos termos da DMIF, com sede noutros Estados-Membros, o Estado-Membro de acolhimento tem de conformar o seu direito interno ao previsto no Tratado da Comunidade Europeia quanto à liberdade de estabelecimento e proibição de discriminação injustificada em razão da nacionalidade, o que significa que deve deixar actuar no seu território estas empresas de investimentos se estas respeitarem as exigências que o Estado-membro em causa lhes imponha. Estas exigências não devem violar a liberdade fundamental comunitária mencionada e outros princípios e normas de direito comunitário, o que não impede o Estado-membro de impor exigências justificadas no seu interesse geral relevante à luz do direito comunitário, como as relativas à integridade do seu mercado de capitais.

#### 2.4 Conteúdo.

Segundo o art. 19.º da DMIF, as empresas de investimento, na medida em que os Estados-Membros em que actuem definirem nas respectivas medidas de transposição para o seu ordenamento jurídico, devem: observar determinados deveres de conduta; considerar determinada avaliação de risco dos clientes; e informá-los de vários aspectos referentes à empresa de investimento, às transacções que pretende efectuar e às que efectuou.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oo.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oo.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

Com exceção dos deveres de conduta, os restantes são subsidiários, apenas aplicáveis se no quadro de normas comunitárias aplicáveis não se verificarem normas que imponham deveres de informação e deveres de avaliação de riscos dos clientes que tenham a mesma função e características que os aqui previstos, o que significa que só serão afastados por esta previsão estes deveres se aqueles a que a empresa de investimento já tiver adstrita na prossecução do serviço de investimento em concreto esgotarem o efeito útil ou a finalidade destes aqui previstos.

A observação dos deveres previstos, quando aplicáveis, nomeadamente a execução da ordem ou instrução tendo em conta a informação sobre o cliente, mantêm-se na responsabilidade da empresa de investimento que esteve em primeiro contacto com o mesmo, ainda que a ordem ou instrução dada seja prosseguida por intermédio de outra empresa de investimento, art. 20.º da DMIF.

O art. 21.º da DMIF prevê deveres de eficiência das empresas de investimento na prossecução do serviço de investimento pretendido pelo cliente. É este o dever de maior interesse no que respeita ao contraponto com o dever de defesa do mercado, pois trata-se de encontrar um limite da obrigação de eficiência aqui estabelecida e de perceber se este bule com o âmbito do dever de defesa do mercado, designadamente, se legitima alguma conduta ora reprimida por aquele.

O art. 22.º da DMIF prevê objectivos de organização e eficiência que visam a lealdade devida a cada cliente no que respeita à prossecução de cada serviço de investimento pretendido por cada um, exigindo uma execução pronta, equitativa e expedita de cada serviço de cada cliente, relativamente às ordens de outros clientes ou a outros interesses de negociação da empresa de investimento.

O mesmo artigo 22.º da DMIF prevê o princípio de que as empresas de investimento devem tomar as medidas necessárias para permitir a execução tão rápida quanto possível de ordens com limites, dadas pelos clientes, relativas a acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que não tenham sido imediatamente executadas nas condições prevalentes no mercado. Começando por dar, imediatamente, publicidade a essas ordens, de forma facilmente acessível aos outros participantes no mercado, a menos que o cliente lhe dê expressas instruções em contrário. Está previsto também que os Estados-Membros podem determinar que as empresas de investimento cumpram este dever transmitindo a ordem do cliente a um mercado regulamentado e/ou a um MTF.

Na ordem jurídica interna de cada Estado-Membro deve estar assegurado que todas as informações que respeitem aos clientes, são tratadas em conformidade ao direito de protecção de dados pessoais, designadamente, em execução da Directiva 95/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Outubro de 1995.

Detalhamos alguns dos deveres que *supra* mencionamos:

#### 2.4.1 Deveres de conduta.

- Actuar de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes, respeitando o princípio da correcção, clareza e de não indução em erro, em todas as suas informações, incluindo as comerciais, disponíveis à sua clientela regular e à clientela potencial;<sup>12</sup>

#### 2.4.2 Deveres de informação.

Desde que não se verifique outro normativo de direito comunitário que preveja requisitos ou deveres de informação dos clientes aplicável ao contexto da situação, dado que nenhum destes é cumulável a qualquer dever de informação que por força da ordem jurídica comunitária já se preveja ser aplicável às situações em que as aqui abrangidas, eventualmente, surjam, mas apenas se a natureza da informação a fornecer nesse âmbito tiver a mesma função e características que as aqui exigidas, art. 19.º, n.º 9 da DMIF:

- Prestar, aos seus clientes regulares ou potenciais de modo a que a empresa de investimento prestadora do serviço, possa demonstrar que objectivamente foi leal para com o cliente e foi-lhe leal informando-o de forma adequada, compreensível e suficiente para que ponderasse devidamente o serviço de investimento que em concreto pretendia que a mesma prosseguisse. Estas informações devem debruçar-se, no mínimo sobre:
  - A empresa de investimento e os respectivos serviços;
  - Os instrumentos financeiros e estratégias de investimento propostas, incluindo orientações adequadas e avisos sobre os

---

<sup>12</sup> As informações comerciais devem ser claramente identificadas como comerciais ou imediata e objectivamente serem susceptíveis de como tal serem consideradas pelo cliente que pouco ou nada conhece de serviços de investimento.

riscos inerentes a investimentos nesses instrumentos ou no que respeita a determinadas estratégias de investimento;

- Os espaços e as organizações de negociação; e
  - Os custos e encargos associados.
- Facultar aos seus clientes relatórios adequados sobre o serviço prestado, que incluam, sempre que aplicável, os custos das transacções e serviços executados em nome do cliente.

#### 2.4.3 Deveres de avaliação de riscos dos clientes.

Ao prosseguir a esta avaliação a empresa de investimento deve considerar todos os factores pertinentes que objectivamente conhece sobre cliente e deve considerar o comportamento global do mesmo, no âmbito dos serviços de investimentos que o mesmo pretende, nomeadamente, a quantidade em concreto de ordens de investimento que o mesmo deu ainda que sobre outros instrumentos financeiros distintos do que estiver em causa no momento. Factores como o risco do instrumento financeiro em causa, o tipo de transacção, as características da ordem e a frequência da ordem, devem ser ponderados na avaliação aqui em causa.

Desde que não se verifique outro normativo de direito comunitário que preveja requisitos ou deveres de avaliação de risco dos clientes aplicável ao contexto da situação, dado que nenhum destes é cumulável a qualquer dever de avaliação de risco dos clientes que por força da ordem jurídica comunitária já se preveja ser aplicável às situações em que as aqui abrangidas, eventualmente, surjam, cfr. art. 19.º, n.º 9 da DMIF, mas apenas se a natureza da avaliação em causa tiver a mesma função e características que a aqui exigida:

- Ao prestar serviços de investimento, distintos dos de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, solicitar ao cliente regular ou potencial informações sobre os seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado. De modo a permitir, razoável ou suficientemente, à empresa de investimento, antes de prosseguir com a prestação do serviço de investimento pretendido pelo cliente, apreciar e concluir que o produto e o serviço de investimento em causa é adequado ao cliente. Devendo a conclusão ser



comunicada ao cliente em formato normalizado ou personalizado, conforme às medidas internas de execução. Em princípio esta avaliação é suficiente para as posteriores prestações de serviços de investimento, pela mesma empresa, ao mesmo cliente, sobre o mesmo tipo específico de produto ou serviço.

Se o cliente não fornecer as informações ou quanto às que forneça mas que sejam, ou devessem ser do conhecimento da empresa de investimento que são, manifestamente desactualizadas, inexactas ou incompletas, esta, expressamente justificando-se neste comportamento do cliente, deve comunicar-lhe que não está em condições de concluir pela adequação ou inadequação do serviço pretendido, cfr. art. 19.º, n.º 5, 2§ da DMIF e art. 37.º, n.º 3 da Directiva 2006/73/CE.<sup>13</sup>

O dever aqui previsto para a prestação de serviços de investimento distintos dos de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, não é exigido pela Directiva aos serviços em que se verifiquem as cumulativas condições dos travessões do art. 19.º, n.º 6 da DMIF. A estes casos o Estado-Membro deve autorizar as empresas de investimento a prestar o serviço de investimento pretendido pelo cliente sem ter de obter as informações sobre o mesmo e proceder à avaliação da adequação do serviço. E pode ler-se no parágrafo (53) do preâmbulo que não é intenção da presente Directiva exigir a aplicação de regras de transparência pré-negociação às transacções executadas no mercado de balcão.

Assim não seria aplicável este dever, desde que em conformidade com o ordenamento jurídico interno, se se tratar de um serviço de investimento sobre acções admitidas à negociação num mercado regulamentado ou num mercado equivalente num país terceiro, ou sobre instrumentos do mercado monetário, obrigações ou outras formas de dívida titularizada, OICVM e outros instrumentos financeiros não complexos nos termos do art. 38.º da Directiva 2006/73/CE; prestado por iniciativa do cliente regular ou potencial;<sup>14</sup> este tenha sido claramente informado em formato normalizado ou personalizado de que a empresa de investimento não está obrigada a avaliar e/ou a comunicar-lhe a conclusão da adequação ou não do serviço e de que, por conseguinte, não beneficiará das normas de protecção correspondentes; e desde que a empresa de

---

<sup>13</sup> O cliente tem este direito dado que trata-se aqui de dados e informações pessoais que não faria sentido, no contexto em causa, este estar obrigado a fornecer.

<sup>14</sup> Vide § (30) do Preâmbulo da DMIF.

investimento observe as obrigações previstas no art. 18.º da DMIF a respeito da protecção dos interesses dos clientes face aos conflitos de interesses.

- Ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, obter as informações necessárias que lhe permitem recomendar os serviços de investimento e os instrumentos financeiros que ao cliente, regular ou potencial, em questão sejam mais adequados. Consideram-se como necessárias, para este efeito, informações sobre os conhecimentos e experiência do mesmo em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço em questão, a sua situação financeira e os seus objectivos de investimento.<sup>15</sup>

#### 2.4.4 Deveres de eficiência em função do interesse do cliente

O art. 14.º, n.º 1 e 21.º da DMIF prevê deveres de eficiência na execução das ordens dos clientes, devidamente transparentes, não discricionários e que atendam à prossecução dos serviços de investimentos de forma equitativa e ordenada, em que as empresas de investimento, na medida em que ficar definido pelas medidas estaduais de transposição para o respectivo ordenamento jurídico, devem adoptar todas as medidas razoáveis para obter, na prossecução da satisfação do interesse do cliente o melhor resultado possível em todos os seus aspectos relevantes, nomeadamente, preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza, entre outros.

No cumprimento deste dever e por ponderação de outros interesses, entre estes, de transparência, lealdade ao cliente e de lealdade na concorrência, é previsto que,

---

<sup>15</sup>A DMIF nada prevê, mas sim a Directiva 2006/73/CE, no art. 24.º, acerca da recomendação, prestada por empresa de investimento, que não tenha uma pessoa, directa ou indirectamente, como destinatário previsto a quem objectivamente a recomendação se dirija, como por exemplo, em rádio, jornal, revista ou outro meio de comunicação de informação que se destina ao público em geral, no entanto, estas devem ser claramente identificadas como uma comunicação comercial, corresponder a todas as exigências aplicáveis da Directiva 2003/125/CE, da Directiva 2003/6/CE e, pode admitir-se, da recomendação com destinatário conhecido na medida em que lhes possam ser aplicáveis *a se* ou, subsidiariamente, devidamente adaptadas.

A Directiva 2006/73/CE, no seu parágrafo (79) do preâmbulo esclarece que este tipo de recomendações ou aconselhamento, não deve ser considerado aconselhamento personalizado para efeitos da DMIF. Assim como a consultoria genérica sobre um tipo de instrumento financeiro, ainda que a um cliente determinado, Directiva 2006/73/CE, parágrafo (81) do preâmbulo. No entanto, a empresa de investimento que presta a consultoria genérica está vinculada aos deveres de conduta de forma honesta, equitativa e profissional e em função do interesse do cliente e age contra estes se realizar uma consulta genérica que não seja efectivamente adequada para o cliente em causa ou se não se basear numa ponderação das circunstâncias deste, podendo incorrer em prestação de informação não correcta ou não clara e em indução em erro do cliente.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oa.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oa.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

nas medidas de execução para o ordenamento jurídico interno, seja exigido às empresas de investimento, a previsão, o estabelecimento e a aplicação de mecanismos eficazes para o efeito. Também que estas estabeleçam e apliquem para o mesmo efeito, uma política de execução de ordens dos seus clientes que deve incluir informações, respectivamente, a cada classe de instrumentos financeiros, correspondendo no mínimo a cada categoria identificada na Secção C, do Anexo A, sobre os diferentes espaços em que a empresa visa executar as ordens, os factores que afectam a escolha do espaço ou da organização de negociação. Mencionando, expressamente, a ponderação que faz dos vários factores com que justifica ou fundamenta as opções feitas. Estas serão, por sua vez, apreciadas pela sua razoabilidade, adequação, necessidade, proporcionalidade e carácter não excessivo, para a obtenção do melhor resultado possível para o cliente.

Em particular a respeito da política de execução de ordens, esta deve ser adequadamente – em Portugal, nos termos conhecidos do art. 7.º do Cód.VM – dada a conhecer aos seus clientes regulares e potenciais. Tendo sido dado a compreender ao cliente essas informações, deve a política de execução de ordens em causa, pertinente ao serviço pretendido pelo cliente, ter recebido o prévio assentimento do mesmo.

Particulares deveres de informação se impõem a respeito de aspectos da política de execução de ordens dos clientes, nomeadamente, se a mesma inclui a possibilidade de prossecução do serviço pretendido pelo cliente fora de um mercado regulamentado ou de um MTF. Nestes casos exige-se também o assentimento prévio por parte do cliente, especial para este efeito de prossecução, fora de um mercado regulamentado ou de um MTF, do serviço lhe dirigido.

Aos Estados-Membros compete adoptar medidas que visem o cumprimento dos mecanismos e da política de execução de ordens adoptados pela empresa de investimento e o controlo periódico da eficácia e o aperfeiçoamento dos mesmos. Igual aplica-se ao Estado-Membro de acolhimento sobre as empresas de investimento que actuem no seu território.

Um aspecto em particular, do aprofundamento do grau de harmonização trazido pela DMIF, que vem ao encontro do entendimento do que neste dever de eficiência colocamos aqui em análise é o afastamento da possibilidade da imposição da regra da concentração num determinado espaço de negociação, por força de acto estadual.

Esta possibilidade, anteriormente admitida segundo o art. 14.º, n.º 3 da DSI, fez sentido num momento em que os governos dos Estados-Membros viam as suas Bolsas de Valores como entidades que deviam desempenhar a sua actividade, de certa forma, sob a égide do interesse público – o panorama hoje mudou e temos hoje, em substituição daquelas, empresas comerciais que prosseguem fins privados e que assim desempenham o seu papel, tratadas como tal, num ambiente concorrencial, podemos dizê-lo.

A DMIF veio acentuar e proteger esta concorrência ao prever o alargamento dos espaços de negociação e de quem pode operá-los e a proibição de discriminação injustificada dos espaços de negociação na estrutura e/ou cobrança de comissões de uma empresa de investimento e na opção destas nas respectivas políticas de execução das ordens dos clientes, não devendo aplicar aos clientes qualquer comissão ou diferencial pela execução em espaços ou organizações de negociação diferentes se essa diferença não reflectir diferenças a nível do custo para a empresa decorrente da execução nesses espaços ou organizações, art. 44.º, n.º 4 da Directiva 2006/73/CE.

Outros deveres previstos na DMIF poderiam ser invocados para completar os deveres que esta Directiva contém para a protecção dos interesses do cliente que poderiam ser considerados no leque resultante do dever de melhor execução, mas que o não são por terem funções não dirigidas directamente à satisfação dos interesses do cliente. Aqui indicamos:

- i. O art. 13.º da DMIF que prevê certos requisitos de organização da actuação da empresa de investimento em função do devido cumprimento dos deveres, constantes da Directiva, de conduta, de informação, de avaliação dos riscos e de eficácia, a favor do cliente.
- ii. O art. 13.º, n.º 2 e 18.º da DMIF que prevêem a imposição de certos requisitos de organização da actuação da empresa de investimento e outras visando a inocuidade ou a partilha com os clientes, do risco dos conflitos de interesses entre os titulares de responsabilidades na empresa de investimento e a actuação da empresa de investimento que possam prejudicar o interesse do cliente na prestação do serviço de investimento que este pretende.

### **3. DEVER DE DEFESA DO MERCADO**

#### **3.1 Introdução da problemática**

Imaginemos uma situação: a ordem que António dá é de quantidade considerável e este tem urgência em executá-la e dá-a conhecer estes factores à empresa de investimento no momento em que lhe transmite a ordem.

Dado não haver lugar ao princípio da concentração obrigatória de uma categoria de valores mobiliários num só mercado regulamentado suponhamos que a empresa de investimento, visando a melhor execução da ordem de António, coloca-a em dois dos espaços de negociação em que prevê com mais probabilidade encontrar comprador ou vendedor para a ordem de António, sem a repartir, ou seja, a totalidade daquela ordem, ao mesmo tempo, em ambos os espaços de negociação.

Isto iria originar uma duplicação de ordens, dado que a mesma ordem seria publicitada em mais do que um mercado regulamentado. Aparentemente, estas publicações em mais do que um mercado, sem as devidas cautelas, podem ser entendidas como cumulativas – que na realidade não são – e assim prejudicar o mercado, por meio do aumento artificial da percepção pelo mercado da quantidade das ordens emitidas. Mas em causa estão ordens cuja execução pode não ser imediata, mas sujeita à conferência do estado das suas *gémeas* noutros espaços de negociação.

Será que este comportamento é legitimado e em que termos? É a questão que neste capítulo colocamos.

#### **3.2 No direito comunitário**

O art. 25.º, n.º 1 da DMIF, dispõe que sem prejuízo dos deveres previstos na Directiva 2003/6/CE relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), os Estados-Membros devem assegurar que dispõem de meios apropriados para permitir que a autoridade competente controle as actividades das empresas de investimento por forma a garantir que actuem de maneira a promover a integridade do mercado. Nos números seguintes prevê medidas que para efeitos da sua transposição deve entender-se que

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oo.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oo.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

são as mesmas essenciais para o fim visado. Estas são essencialmente de conservação de registos e de pronta comunicação de determinadas informações à(s) autoridade(s) competente(s).

A Directiva 2003/6/CE, conforme aos parágrafos (13) e (15) do seu preâmbulo, visa harmonizar os conceitos, definições e aplicação das medidas de protecção da integridade do mercado entre os Estados-Membros, procurando assim evitar lacunas na regulamentação comunitária que pudessem ser utilizadas para comportamentos injustificados e que afectassem a confiança do público/clientes, prejudicando o bom funcionamento do mercado. Também procurou esta Directiva assegurar uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado.

No seu artigo 1.º, n.º 2 define «manipulação de mercado» como a “realização de operações ou de emissão de ordens que originem ou sejam susceptíveis de originar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de instrumentos financeiros [...] a menos que a pessoa que realizou as operações ou emitiu as ordens faça prova da legitimidade das razões que a levaram a realizar essas operações ou a emitir essas ordens e da conformidade das operações e ordens com as práticas de mercado aceites no mercado regulamentado em questão”.

No §(27) do preâmbulo prevê que os operadores de mercado deverão contribuir para a prevenção do abuso de mercado e adoptar disposições estruturais com o objectivo de prevenir e detectar práticas de manipulação do mercado. Dando logo o sinal de que estes têm a obrigação de velar pela integridade do mercado. O que dispõe no seu artigo 6.º, n.º 6, limitando-se apenas à mencionada exigência de que os operadores de mercado adoptem as disposições estruturais necessárias para prevenir e detectar as práticas de manipulação de mercado.

Apesar dos seus objectivos de clarificação e harmonização de conceitos esta Directiva não define quem são operadores de mercado para efeitos do dever de defesa do mercado que prevê; nem é claro o significado positivo e negativo de «disposições estruturais». O que, posteriormente, é melhor esclarecido nos ordenamentos jurídicos internos de cada Estado-membro, em prejuízo da intenção de harmonização progressiva indicada no §(13) do preâmbulo.

Exigindo com maior concretização no n.º 9 do mesmo artigo 6.º que os Estados-Membros devem impor, a qualquer entidade que exerça a título profissional operações sobre instrumentos financeiros, que notifique sem demora a autoridade competente se suspeitar, em termos razoáveis, que essas operações constituem manipulação de mercado.

A respeito do que à elaboração deste tema interessa, chama-se a atenção para a disposição da Directiva 2003/124/CE da Comissão de 22 de Dezembro de 2003, art. 4.º, alínea f), em que prevê-se que o comportamento de emissão de ordens de negociação que alteram as características do melhor preço de oferta ou de procura de um instrumento financeiro admitido à negociação num mercado regulamentado ou, de um modo mais geral, as características da carteira de ordens à disposição dos participantes no mercado, e que são anuladas antes da sua execução, não deve, necessariamente, ser considerado por si só uma manipulação de mercado. E em desenvolvimento desta disposição as várias alíneas do art. 2.º, n.º 1 da Directiva 2004/72/CE, de 29 de Abril de 2004, que estabelece os factores a ter em conta na apreciação das práticas do mercado.<sup>16</sup>

Pode dizer-se que para efeitos de identificação como manipulação de mercado deve deixar-se claro que a ordem dirigida simultaneamente a mais do que um espaço de negociação não é falsa no sentido de ser emitida com falsidade, mas pode ser falsa no sentido de que é susceptível de dar indicações falsas ou enganosas relativamente ao instrumento financeiro a que se dirige.

Só num sentido poderia ser “falsa” na emissão, entendo-se que a ordem por não ter clara a condição de que só se mantém eficaz enquanto o objectivo que se propõe alcançar não seja conseguido pela mesma ordem publicada simultaneamente noutra espaço de negociação.

A acrescentar a interpretação que se pode fazer a várias normas da DMIF da qual resulta a previsão da legitimidade da simultânea emissão da mesma ordem em mais do que um espaço de negociação, por exemplo, o art. 22.º, n.º 2, ao prever e passo a citar: “... as empresas de investimento cumpram esta obrigação transmitindo a ordem do cliente a um mercado regulamentado e/ou a um MTF.”

---

<sup>16</sup> O n.º 2 deste artigo 2.º da Directiva 2004/72/CE dispõe que os Estados-Membros devem assegurar que as suas autoridades competentes não considerem inaceitável certa prática apenas por esta não ter sido formalmente aceite e prevista no mercado em causa.

### 3.3 No direito português

O art. 311.º, n.º 1, alínea d) do Código dos Valores Mobiliários, em vigor, dispõe que os intermediários financeiros, previstos no art. 293.º<sup>17</sup>, devem comportar-se com a maior probidade comercial, abstendo-se de participar em operações ou de praticar actos susceptíveis de pôr em risco a regularidade de funcionamento, ou da transparência ou da credibilidade do mercado e indica como exemplo de violação deste comportamento o cancelamento de ordens que alterem as características normais do livro de ofertas para determinado instrumento financeiro, antes da sua execução.

O artigo 398.º, d) do mesmo código prevê que a violação do dever de defesa do mercado constitui contra-ordenação muito grave.

Em contrário, atente-se no artigo 218.º, n.º 2 do Ante-projecto de Alteração ao Código dos Valores Mobiliários que prevê que as entidades gestoras de mercados regulamentados situados ou a funcionar em Portugal podem celebrar acordos com entidades congéneres prevendo que em cada um deles sejam negociados valores mobiliários admitidos à negociação no outro.

### 3.4 As empresas de investimento de outros Estados-Membros e o dever de defesa do mercado.

Segundo o art. 25.º da DMIF devem os Estados-Membros assegurar que existem na sua ordem interna medidas apropriadas para permitir que a autoridade competente controle as actividades das empresas de investimento autorizadas nos termos da DMIF, visando garantir que estas actuem de forma honesta, equitativa e profissional e de maneira a promover a integridade do mercado.

Essencialmente, estas medidas consubstanciar-se-ão em meios de exigência de informações, que deverão ser transmitidas à autoridade competente do Estado-Membro de origem, salvo se este declarar não querer recebê-las nos termos do art. 25.º, n.º 6 da DMIF.

Podendo, verificando-se a continuidade da infracção e a insuficiência da actuação a este propósito do Estado-membro de origem, recorrer, então subsidiariamente, à sua

---

<sup>17</sup> Esta disposição será objecto de revisão.



autoridade pública para exigir que a empresa de investimento em causa ponha termo à sua situação irregular, nos termos do art. 62.º, n.º 1 da DMIF.

Quanto às empresas de investimento, não autorizadas nos termos da DMIF, com sede noutros Estados-Membros – repete-se o que é mencionado no último parágrafo do *supra* Capítulo 2.3.

### 3.5 Conclusões

No que respeita ao intermediário financeiro que prossegue à execução da ordem do cliente, nos termos do Direito Comunitário, não deve ser sancionado pelo comportamento aqui em análise, se identificar e divulgar, conforme ao exigido, as condições em que a ordem é emitida e colocada no espaço de negociação.

No que respeita à ordem jurídica interna portuguesa, apesar de se poder integrar o comportamento mencionado na violação do dever de defesa do mercado especificamente previsto no Código dos Valores Mobiliários, tendo o intermediário financeiro actuado tendo em vista o cumprimento da melhor execução da ordem do cliente e, acautelada que esteja a boa identificação das condições em que a ordem é colocada no espaço de negociação, apesar das Directivas não terem efeito directo na ordem jurídica dos Estados-Membros, podem ser invocados, a meu ver, o dever de melhor execução das ordens dos clientes, o art. 9.º, n.º 1 do Decreto-Lei 433/82, de 27 de Outubro, na redacção vigente e o efeito directo vertical do mencionado artigo 4.º, alínea f) da Directiva 2003/124/CE, para esclarecer, juridicamente, este comportamento adoptado.

Quanto às entidade gestoras do mercado, considera-se que estas devem regular a boa identificação deste tipo de colocação de ordens, sob consequência de poderem ser responsabilizadas pelos danos que se verifiquem pela má identificação desta por falta de regulação, no âmbito do dever de defesa do mercado que lhes compete, nos termos do art. 28.º do mencionado Decreto-Lei 394/99, enquanto intermediário financeiro e como prevê-se no artigo 30.º do Ante-projecto de Decreto-Lei de Alteração ao Regime das Entidades Gestoras de Mercado.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> O actual artigo 28.º do Regime das Entidades Gestoras do Mercado faz uma enumeração exemplificativa especial do dever de defesa do mercado que lhes compete. O Ante-projecto de alteração

#### **4. CONCLUSÕES**

Lê-se no preâmbulo do Ante-projecto de Decreto-Lei de Alteração do Código dos Valores Mobiliários:

*“Contrariamente ao que sucedia ao abrigo da Directiva ora revogada, em que a tónica regulatória era posta ao nível da regulação dos mercados regulamentados, posição esta sustentada pela consagração do princípio da concentração, passa-se para um modelo em que se procura garantir que independentemente do espaço onde decorre a negociação de dado instrumento financeiro, as ordens dos investidores são executadas nas melhores condições.”*

Menção esta que consubstancia um resumo da análise aqui proposta ao dever de melhor execução a que ficam adstritas por força dos actos de transposição, as empresas de investimento que operem no território dos Estados-Membros da União Europeia.

Actos estes que serão manifestamente, pelo menos em Portugal, um reforço considerável da protecção do cliente no mercado de capitais, nomeadamente da que poderia resultar, com igual firmeza e certeza jurídica, apenas da Boa Fé prevista no Código Civil ou dos artigos 304.º e 312.º na actual redacção do Código dos Valores Mobiliários, ou dos artigos 73.º e seguintes do Regime Geral das Instituições de Crédito, ou ainda do regime de protecção geral e especial do consumidor no mercado de capitais ora vigente na ordem jurídica portuguesa com origem na comunitária.

O nível de experiência e conhecimento do cliente e a sua actividade profissional, distingue o nível de exigência de protecção. Não obstante, no que respeita a clientes considerados num nível de conhecimentos e experiência suficientes, pode ser objecto de opção do próprio a aplicação do nível de protecção aplicada ao cliente de experiência e conhecimento menores.

A Boa Fé já exigia, por exemplo, que o dever de informar nos preliminares do contrato fosse tanto maior quanto a inexperiência e o desconhecimento de quem se visava informar.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.oa.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.oa.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

A densificação/concretização legal da *culpa in contrahendo*, que vemos por força da DMIF, não é nova na ordem jurídica comunitária nem na portuguesa, especialmente em função da protecção do cliente/consumidor.

Os deveres de boa execução podem ser categorizados em:

- DEVERES OBJECTIVOS de boa conduta em função do interesse do cliente;
- DEVERES SUBJECTIVOS de boa conduta em função do interesse do cliente.

A primeira categoria abrange os deveres de organização, funcionamento e estabelecimento de modos de actuação, continuamente revistos e actualizados, que visam proporcionar o melhor serviço ao cliente.

A segunda, os deveres que podem resumir-se todos, *grosso modo*, a deveres de informação, entre os quais elege-se como o mais útil o dever de informar fundamentadamente no conhecimento que se deve ter do cliente, da adequação do serviço de investimento que este pretende ou pode pretender que lhe seja prestado. Além destes, temos os de cooperação, lealdade que podem afinal serem entendidos como deveres de informar, avisar, dar a conhecer ao cliente de certas situações que deve conhecer para tomar a decisão adequadamente.

As melhores condições aqui previstas, não creio que sejam necessariamente e a longo termo, as melhores condições a todo o tempo possíveis, mas são as devidas que devem ser cumpridas pela empresa de investimento quando trata dos interesses do cliente a quem se aplica a protecção.

Analisou-se aqui o dever de defesa do mercado, não na total abrangência que o mesmo possa ter para o tema, mas numa problemática em especial, designadamente a da publicação, simultânea, de uma mesma ordem de negociação em mais do que um espaço de negociação. Ao que chegou-se à conclusão, a qual merece mais estudo, de que a prática em análise, dentro de certos limites é aceite no âmbito do direito comunitário e, dentro dos mesmos limites, poderia ser reprimida pelo direito interno português.

**BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.**

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 \* Fax: 215812803 \* [marcobinha-50753L@adv.ao.pt](mailto:marcobinha-50753L@adv.ao.pt)

[www.marcobinha.com](http://www.marcobinha.com)

---

**5. BIBLIOGRAFIA E FONTES DE INFORMAÇÃO:**

- Cordeiro, António Menezes: *“Manual de Direito Bancário”*, 3.ª edição, 2006, Almedina;
- Coreia, Miguel J. A. Pupo Correia, com a colaboração de Tomás, António José e Paulo, Octávio Castelo: *“Direito Comercial – Direito da Empresa”*, 9.ª edição, refundida e actualizada, Ediforum – Edições Jurídicas, Lda, Lisboa, 2005;
- [http://www.cesr-eu.org/;](http://www.cesr-eu.org/)
- [http://www.cmvm.pt/;](http://www.cmvm.pt/)