

Universidade do Minho
Escola de Direito

Célia Alexandra Dias Pereira

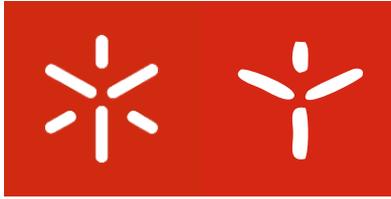
**O Contrato de Gestão de Carteiras:
Dos Actos Tendentes à Sua Valorização**

**O Contrato de Gestão de Carteiras:
Dos Actos Tendentes à Sua Valorização**

Célia Alexandra Dias Pereira

UMinho | 2018

Agosto de 2018



Universidade do Minho

Escola de Direito

Célia Alexandra Dias Pereira

**O Contrato de Gestão de Carteiras:
Dos Actos Tendentes à Sua Valorização**

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Direito dos Contratos e da Empresa

Trabalho realizado sob a orientação do

Professor Doutor Américo Fernando de Gravato Morais

Agosto de 2018

DECLARAÇÃO

Nome: Célia Alexandra Dias Pereira

Endereço electrónico: celia.pereira30@hotmail.com

Número do Cartão de Cidadão: 14577830 4 ZY5

Título da Dissertação de Mestrado: O Contrato de Gestão de Carteiras: Dos Actos Tendentés à Sua Valorização

Orientador: Professor Doutor Américo Fernando de Gravato Morais

Ano de conclusão: 2018

Designação do Mestrado: Direito dos Contratos e da Empresa

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO PARCIAL DESTA TESE (limite máximo de 30 páginas), APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, 01 de Agosto de 2018

Assinatura:

AGRADECIMENTOS

Ao meu Orientador, o Professor Doutor Fernando de Gravato Moraes, por todos os conselhos carregados de sabedoria e experiência que seguramente contribuíram para levar a bom porto a conclusão da investigação. E ainda, obrigada por ter acreditado em mim tanto ou mais que eu própria sendo um enorme alento no difícil caminho que tinha a percorrer.

Ao Professor Doutor Luís Bandeira e ao Dr. Pedro Alves por me darem a conhecer a vertente prática tão essencial à plenitude da investigação.

Ao Escritório onde realizo o meu Estágio Profissional pela disponibilidade sempre demonstrada.

Aos meus Pais e à minha Irmã por estarem ao meu lado nesta fase do meu percurso académico, como sempre o fizeram em todos os momentos importantes da minha vida. Obrigada por ouvirem os meus desabafos, obrigada pelo apoio, obrigada pelo carinho e pelas palavras de ânimo quando mais delas precisava.

Ao meu Cunhado por me ajudar quando as tecnologias teimavam em dificultar o meu trabalho. Obrigada por seres o meu ‘assistente técnico’.

Mas, em especial, obrigada à Minha Mãe por ser a pessoa que acompanhou de mais de perto todos os meses de trabalho. A Ela estou grata por fazer juntamente comigo esta caminhada; por estar presente em cada leitura concluída, em cada capítulo terminado, no fundo, em cada etapa conseguida até chegar à meta final.

Apoio Financeiro:

DGES – Direcção Geral do Ensino Superior

RESUMO

“O Contrato de Gestão de Carteiras: Dos Actos Tendentes à Sua Valorização”

Numa economia à escala global onde o mercado financeiro assume um papel preponderante, o Direito vê-se obrigado a acompanhar a evolução da realidade financeira. Pelo que novos desafios lhe são impostos, novas figuras jurídicas são criadas, novos regimes jurídicos são estabelecidos. É, assim, que o contrato de gestão de carteiras se afirma constituindo uma resposta na regulamentação das actividades de intermediação financeira.

Nessa medida, urge individualizar as principais características e especificidades do tipo contratual, aprofundar o regime jurídico que lhe serve de base e esmiuçar a sua natureza jurídica com a finalidade última de apresentar reflexões daquilo que poderão ser ‘actos tendentes à valorização da carteira’ inseridos numa boa gestão da mesma.

ABSTRACT

“The portfolio management contract: the acts designed to your valorization”

In a global economy where the financial market plays an important role, the Right has to follow the evolution of the financial reality. Therefore, new challenges are imposed, new legal figures are created, new legal regimes are established. It is thus that the contract portfolio management asserts itself constituting a reply in regulation of financial intermediation activities.

In this sense, it must to individualize main characteristics and specificities of the contractual type, deepen the legal regime that serves as a basis and scrutinize its legal nature for the purpose last to present reflections of what may be acts aimed at valorization of the portfolio inserted in a good management of same.

A presente Dissertação é redigida segundo o anterior Acordo Ortográfico.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS.....	iii
RESUMO.....	v
ABSTRACT	vii
LISTA DAS PRINCIPAIS ABREVIATURAS.....	xv
MODO DE CITAR.....	xvii
INTRODUÇÃO.....	19

CAPÍTULO I – O MERCADO, A ACTIVIDADE DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA E SEUS PRINCÍPIOS.....

21

1. Enquadramento Histórico	21
1.1 O Caso Português.....	22
1.2 A Expansão do Mercado de Capitais	23
1.2.1 A Evolução do Mercado Português	24
1.3 A Crescente Regulamentação do Sector	27
1.3.1 A Ordem Jurídica Portuguesa, em especial	29
1.3.2 A CMVM.....	31
2. O Intermediário Financeiro e o Investidor	32
2.1 A Figura do Intermediário Financeiro.....	32
2.1.1 Das Actividades praticadas pelo Intermediário Financeiro	34
2.1.2 Dos Deveres consagrados no Cód. VM.....	35
2.2 A Figura do Investidor	38
2.2.1 A Categorização dos Investidores	39
2.2.2 Da Tutela conferida pelo Ordenamento Jurídico Português.....	40

CAPÍTULO II – O CONTRATO DE GESTÃO DE CARTEIRAS: ASPECTOS GERAIS DO REGIME

43

1. Noção e Caracterização do Tipo Contratual.....	43
1.1 Noção de Contrato de Gestão de Carteiras.....	44

1.2	Caracterização do Contrato	45
1.2.1	Distinção entre Negócio de Cobertura e Negócio de Execução	46
1.2.2	A Individualidade e a Discricionariedade como Traços do Tipo Contratual ..	48
1.2.2.1	A Gestão Individualizada da Carteira	48
1.2.2.2	A Discricionariedade na Actuação do Gestor	49
1.2.3	A Carteira de Activos como Património Distinto.....	51
2.	Conteúdo do Contrato	53
2.1	A Obrigação do Gestor como uma Obrigação de Meios	53
2.2	A Actividade de Administração dos Bens que integram a Carteira.....	55
2.2.1	A Gestão de Interesses Alheios	55
2.2.2	A Rentabilização da Carteira.....	56
2.3	Os Especiais Deveres do Gestor.....	58
3.	Natureza Jurídica do Tipo Contratual	60
3.1	A Gestão de Carteiras como um Contrato de Intermediação Financeira	60
3.2	A Gestão de Carteiras como um Contrato de Prestação de Serviços	62
3.2.1	Modalidade de Mandato	62
3.2.1.1	Das Obrigações das Partes	65
3.2.2	Em Particular, o Mandato Comercial	66
3.2.2.1	A Figura da Comissão.....	69
3.3	Síntese Conclusiva	71
4.	Qualificação Jurídica do ponto de vista Jurisprudencial	71
CAPÍTULO III – OS ACTOS PRATICADOS PELO GESTOR, EM PARTICULAR		77
1.	Confronto entre as Disposições Normativas da Versão Original e da Versão Actual do Cód. VM atinentes ao Contrato de Gestão de Carteiras	78
1.1	O Anterior Regime: Algumas Considerações	78
1.2	A Versão Originária do Cód. VM	80
1.2.1	A Actuação Preventiva do Legislador	81
1.2.2	Razões que estiveram na sua Origem.....	84
1.3	A Actual Redacção dos Preceitos Legais do Cód. VM.....	85
1.3.1	Breves Apontamentos Gerais	86

1.3.2	O Recuo do Legislador	87
1.3.3	Análise da Opção Legislativa e suas Eventuais Implicações Práticas.....	89
2.	A Existência de uma Relação Fiduciária versus A Consagração da Liberdade Contratual de Conformação da Actuação do Gestor	93
2.1	A Relação de Confiança na base do Tipo Contratual.....	93
2.1.1	O Impacto da Confiança na Conformação do Conteúdo Contratual	95
2.2	A Inerente Autonomia do Gestor e os Interesses do Cliente.....	96
2.2.1	Dos Limites da Liberdade de Actuação do Gestor	98
2.2.1.1	Os Princípios e Deveres de Fonte Legal	98
2.2.1.2	As Ordens Vinculativas	101
2.2.1.3	As Cláusulas Contratuais	101
3.	Os Actos Tendentes à Valorização da Carteira	102
3.1	Conceito: Algumas Considerações	102
3.2	O Exercício dos Direitos Inerentes.....	103
3.3	As Operações de Negociação de Direitos Inerentes.....	106
3.4	Outros Actos que o Gestor pode praticar ao abrigo Gestão: Análise Crítica...	106
3.4.1	A Diversificação da Carteira	107
3.4.2	A Minimização ou a Exposição ao Risco.....	109
3.4.3	A Eficácia e a Eficiência na Prática dos Actos de Gestão.....	111
3.4.4	A Menor Desvalorização Possível da Carteira.....	113
3.4.5	A Administração Estática exercida pelo Gestor.....	114
	CONCLUSÕES.....	117
	BIBLIOGRAFIA	131
	LISTA DE JURISPRUDÊNCIA.....	143

LISTA DAS PRINCIPAIS ABREVIATURAS

AAFDL – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

al. – alínea

als. – alíneas

art. – artigo

arts. – artigos

ASSFP - Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões

BdP – Banco de Portugal

C.C. – Código Civil

C. Com. – Código Comercial

CEE – Comunidade Económica Europeia

cfr. – confrontar

cit. – citado

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. MVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. VM – Código dos Valores Mobiliários

Consult. – Consultado

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto-Lei

Ed. – Edição

et al. – e outros

EUA – Estados Unidos da América

FDUL – Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

n.º - número

p. – página

pp. – páginas

Reimp. – Reimpressão

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

SEC – *Securities and Exchange Commission*

ss. – seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

TRP – Tribunal da Relação do Porto

UE – União Europeia

v.g. – por exemplo

Vol. – Volume

MODO DE CITAR

Ao longo do presente estudo todas as obras literárias mencionadas pela primeira vez serão indicadas pelo nome do Autor em maiúsculas pequenas, título da obra em itálico, volume e número de edição quando aplicáveis, editora, ano de publicação e página (s) citada (s).

Nas referências seguintes apenas serão mencionados o nome do Autor em maiúsculas pequenas, título da obra em itálico, seguidos da abreviatura *cit.* que se refere aos restantes elementos, e página (s) citada (s). Opta-se por em todas as referências mencionar o título completo da obra por uma questão de comodidade para o leitor, não necessitando de direccionar-se para a primeira referência para o consultar.

Relativamente aos artigos de revistas ou livros, na primeira referência em nota de rodapé serão indicados pelo nome do Autor em maiúsculas pequenas, título do artigo em itálico, nome da revista ou livro no qual se insere em itálico, número/volume e número de edição quando aplicáveis, editora, ano de publicação e página (s) citada (s).

Nas referências subseqüentes dos artigos apenas serão mencionados, pelas razões *supra* expostas, o nome do Autor em maiúsculas pequenas, título completo do artigo em itálico, seguido da abreviatura *cit.* que se refere aos seguintes elementos já citados, e página (s) citada (s).

Quando se trate de uma referência genérica a uma obra ou artigo de uma revista/livro seguem-se as regras já descritas para a primeira referência sem a indicação de qualquer página, quando se trate de uma obra e, no caso dos artigos, da menção das páginas do seu começo e fim.

Para evitar repetições, certas notas de rodapé não terão a indicação do nome do Autor, uma vez que o mesmo já se encontra no corpo do texto em maiúsculas pequenas.

Na lista bibliográfica as obras e os artigos de revistas/livros são apresentados por ordem alfabética e quando se indiquem várias obras e/ou artigos do mesmo Autor os mesmos encontram-se ordenados em função da data de publicação, do mais recente para o mais antigo. As obras são indicadas pelo apelido do Autor em maiúsculas, seguido dos nomes próprios, título da obra, volume e número de edição quando aplicáveis, editora e ano de

publicação. Os artigos de revistas/livros são indicados pelo apelido do Autor em maiúsculas, seguido dos nomes próprios, título do artigo, título da revista ou livro em itálico, número/volume e número de edição quando aplicáveis, editora, ano de publicação e páginas que marcam o começo e fim do artigo.

Por último, a jurisprudência invocada no decurso deste trabalho será mencionada no corpo do texto através da indicação do Tribunal e da data do respectivo acórdão, sendo que nas notas de rodapé se fará constar o número de processo, o nome em maiúsculas pequenas do relator e o sítio da Internet que faculta a sua consulta. Por sua vez, na lista de jurisprudência consultada indica-se o Tribunal que proferiu a decisão, data do acórdão, número de processo, nome do relator, data da consulta e do sítio da Internet onde o mesmo é disponibilizado.

INTRODUÇÃO

No mundo actual, caracterizado pela globalização com reflexos directos no funcionamento da economia, a nova realidade conduz à expansão do mercado financeiro: no lugar dos tradicionais meios de financiamento, o recurso ao mercado, sobretudo pelas empresas, sedimenta a sua afirmação; o particular que ambiciona rentabilizar as suas poupanças tem ao seu dispor uma panóplia apelativa de produtos financeiros.

Acresce que a crescente sofisticação e complexidade dos instrumentos, o derrube dos limites transfronteiriços na realização das operações e a efectivação das transacções em segundos são razões que justificam a preocupação do legislador na regulamentação do mercado e da actividade de intermediação financeira. Por outro lado, as especificidades do mercado financeiro reclamam a intervenção do intermediário financeiro (doravante intermediário (s)) como elo de ligação da procura e da oferta, isto é, do emitente e do investidor.

Será precisamente a análise deste contexto no Capítulo I que antecederá o estudo aprofundado do objecto da investigação que se propõe realizar. Assim, a apresentação da evolução da realidade financeira, bem como dos seus principais intervenientes constituirá um prévio enquadramento que se julga pertinente para uma cabal compreensão da funcionalidade da gestão de carteiras.

Nos capítulos seguintes todos os esforços serão reunidos em torno do contrato de gestão de carteiras. Primeiramente, no Capítulo II, a investigação incidirá na decomposição do tipo contratual com a convicção de enunciar os traços distintivos que dão forma ao seu conteúdo. Assim, se desenhará o regime legal aplicável e a determinação da sua natureza jurídica sem descurar a tentativa de apreciar o tratamento jurisprudencial dado a esta matéria.

O Capítulo III será dedicado exclusivamente a um aspecto em particular: os actos tendentes à valorização da carteira. Com o intuito de concretizar o conceito utilizado pelo legislador, o capítulo iniciar-se-á pela reflexão da alteração legislativa ocorrida em 2007, nomeadamente as possíveis repercussões na densificação do conceito, terminando com a problematização, sustentada nas considerações decorrentes do prévio estudo dos aspectos

gerais do regime do tipo contratual, daquilo que poderão ser os tais actos tendentes à valorização da carteira.

A formulação das conclusões representará o culminar da investigação, objectivo esse que se almeja alcançar após percorrer todo o *iter* proposto.

CAPÍTULO I – O MERCADO, A ACTIVIDADE DE INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA E SEUS PRINCÍPIOS

SUMÁRIO: 1. Enquadramento Histórico; 1.1 O Caso Português; 1.2 A Expansão do Mercado de Capitais; 1.2.1 A Evolução do Mercado Português; 1.3 A Crescente Regulamentação do Sector; 1.3.1 A Ordem Jurídica Portuguesa, em especial; 1.3.2 A CMVM; 2. O Intermediário Financeiro e o Investidor ; 2.1 A Figura do Intermediário Financeiro; 2.1.1 Das Actividades praticadas pelo Intermediário Financeiro; 2.1.2 Dos Deveres consagrados no Cód. VM; 2.2 A Figura do Investidor; 2.2.1 A Categorização dos Investidores; 2.2.2 Da Tutela conferida pelo Ordenamento Jurídico Português

1. Enquadramento Histórico

A origem histórica da legislação mobiliária confunde-se com o Direito Comercial, embora as primeiras alusões à comercialização em mercados regulamentados de acções e obrigações, enquanto valores mobiliários por excelência, remontem pelo menos ao início do século XVII¹. Contudo, o Direito dos Valores Mobiliários enquanto ramo jurídico autónomo é algo recente² em face do exponencial crescimento que o mercado de capitais tem vindo a sentir nos últimos anos, como adiante se desenvolverá.

¹ MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, Reimp., Almedina, 2017, p. 44.

² Para maiores desenvolvimentos acerca da autonomização deste ramo do Direito nos ordenamentos jurídicos europeus vide PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, 3ª Ed., Almedina, 2016, p. 35 e MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, Vol. I, Almedina, 2015, pp. 188 e ss.

1.1 O Caso Português

Em Portugal, encontram-se algumas intervenções regulando aspectos relativos à corretagem datadas do século XV, aquando da expansão marítima, no período dos descobrimentos. Porém, a primeira lei mobiliária só veio a surgir em 1825 com o Regulamento sobre o Offício dos Corretores que estabelecia um número máximo de corretores por bolsa sujeitos à Real Junta do Comércio e estabelecia as operações que poderiam realizar.

Apenas no século XIX é que se denotam os primeiros sinais de alguma autonomização da matéria de valores mobiliários ainda que bastante incipiente por limitação, falta de profundidade e diminuto interesse no estudo. O Código Comercial (C. Com.) de 1833 dedicava um título às praças de comércio, apresentando uma definição de bolsa, e regulava a figura dos corretores. A par do Código Ferreira Borges, de mencionar o Regulamento para as Praças Commerciaes do Reino e o Regulamento da Corporação dos Corretores. Por seu turno, o C. Com. de 1888 alargou o âmbito da regulação dos corretores sem, no entanto, distinguir os corretores que se dedicavam aos mercados financeiros e tratava ainda das bolsas e das operações de bolsa, distribuindo os poderes pelo Governo, associação comercial da localidade e Câmara dos Corretores³.

Nos inícios do século XX, destacam-se como principais diplomas o Regimento do Ofício de Corretor e o Regulamento do Serviço e Operações das Bolsas de Fundos Públicos e Particulares e outros Papéis de Créditos de 10 de Outubro de 1901⁴. Só no decurso desse século é que se começou a utilizar o conceito de valores mobiliários⁵ e foi o Decreto-Lei (DL) n.º 8/74 o primeiro diploma a entendê-lo como objecto das operações de bolsa⁶.

Porém, teve que se esperar pela passagem da década de 80 para a década de 90 para se poder falar do Direito dos Valores Mobiliários enquanto ramo de direito “sistematizado e

³ PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 54, 55 e 465; MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 124 e “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p.47.

⁴ É com este diploma que se regula especificamente a bolsa de valores. Até então, nas bolsas negociavam-se todo o tipo de mercadorias – cfr. AMADEU JOSÉ FERREIRA in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, AAFDL, 1997, pp. 76 e 77.

⁵ Sobre a origem e evolução do conceito vide OLIVEIRA ASCENSÃO, “*Valor Mobiliário e Título de Crédito*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 27-54 e “*O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 139-162; ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS in “*Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*”, Parte I – Títulos de Crédito, Vol. I, 2.ª Reimp., Almedina, 2014; ENGRÁCIA ANTUNES, “*Os Valores Mobiliários: Conceito, Espécies e Regime Jurídico*” in *Revista da Faculdade de Direito do Porto*, Ano 5, 2008, pp. 87-142; MENEZES CORDEIRO, “*Valor Mobiliário: Evolução e Conceito*” in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 2, Ano 8, Almedina, 2016, pp. 309-342; JOAQUIM DE SOUSA RIBEIRO, “*Autonomia Privada e Atipicidade dos Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 295-312.

⁶ MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 47 e 48.

coerente”⁷. Foram as circunstâncias de época que o determinaram: entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia (CEE), crescimento da Bolsa de Valores em resultado da vaga de privatizações, elaboração do Código do Mercado de Valores Mobiliários (Cód. MVM)⁸. O despertar do interesse pelo estudo da área dos valores mobiliários também se ficou a dever aos avanços que se fizeram sentir nos mercados bolsistas e, conseqüentemente, o surgimento de novas profissões, actividades e instrumentos financeiros reclamaram um estudo mais especializado⁹.

1.2 A Expansão do Mercado de Capitais

Os Estados Unidos da América (EUA) apresentam-se como o caso paradigmático da afirmação do mercado de capitais sendo que o seu crescimento e afirmação assentam em razões particulares relacionadas com o contexto histórico e com as próprias características da economia americana: a necessidade de financiamento para a construção de caminhos-de-ferro, a forte concorrência sentida no seio do tecido empresarial e o sucesso do mercado accionista. Porém, a Bolsa de Amesterdão é aquela que é considerada a primeira bolsa a negociar valores mobiliários, a par das operações a prazo, vendas a descoberto e negócios diferenciais que já se realizavam.

Em Inglaterra o surgimento do comércio bolsista data de finais do século XVII, embora o início do funcionamento da *Royal Exchange* seja anterior (1558). Mas, foi no decurso do século XVIII que a praça londrina assistiu a um forte crescimento tendo-se afirmado no mercado de capitais¹⁰.

Se inicialmente o mercado de bolsa era o mercado de excelência, no presente as bolsas desenvolvem a sua actividade em concorrência com: outras bolsas; sistemas multilaterais de negociação¹¹ e sistemas organizados de negociação; intermediários. Por outro lado, os mercados não esgotam as suas funcionalidades como espaços de transacção, na medida em que oferecem inúmeros serviços informativos, aplicações informáticas e actividades de

⁷ MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 196.

⁸ AMADEU JOSÉ FERREIRA in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 78 e 79 e MENEZES CORDEIRO, “*Uma Introdução ao Direito dos Valores Mobiliários*” in *Revista Jurídica*, N.º 30, AAFDL, 2016, p. 15.

⁹ MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 200 e “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 186.

¹⁰ Sobre estes factos históricos cfr. PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 37 e 461-464.

¹¹ Comparativamente com os mercados regulamentados, não se exigem as regras de admissão à negociação previstas para os instrumentos financeiros, sendo que a admissão apenas está dependente da selecção feita pela entidade gestora; e os emitentes não têm que observar as mesmas regras de divulgação de informação.

promoção de mercado¹². A internacionalização do sistema financeiro é, sem dúvida, o traço distintivo do actual mercado de capitais e que se faz sentir no próprio funcionamento, nas operações realizadas e nos serviços prestados¹³.

Todos estes factores colocam novos desafios aos mercados e aos estados que, por essa razão, têm de encontrar mecanismos de resposta que assegurem os níveis de eficiência e atractividade, o que é atingível pela qualidade da regulação e da informação prestada¹⁴, aspectos que posteriormente serão apreciados.

1.2.1 A Evolução do Mercado Português

Em Portugal, remonta a 1758 a primeira bolsa financiada por donativos dos comerciantes ao Rei no seguimento do terramoto de 1755. O surgimento das companhias pombalinas e a representação da dívida pública através de títulos transmissíveis foram factores que contribuíram para a construção do mercado de valores mobiliários. Mas foi, mais de cem anos depois, o Regulamento das Bolsas de 1889 que impulsionou o surgimento da Bolsa de Valores¹⁵ em Lisboa e no Porto, sendo que em 1901 já se regulavam as operações a contado e as operações a prazo.

Factores externos, nomeadamente a criação da CEE, pressionaram a adopção de medidas de progressiva abertura da economia, embora a sua implementação não deixasse de ocorrer num contexto de particular fragilidade devido, entre outros factores, à aplicação dos Planos de Fomento e à guerra ultramarina. No entanto, possibilitou-se a entrada no sector financeiro de grandes grupos de base industrial e a influência de grupos financeiros na indústria. Por outro lado, desapareceu a banca de base regional e realizaram-se vários processos de fusão.

É o ano de 1970 que marca a mudança a nível legislativo por força das mutações ocorridas na economia e no mercado de capitais. Com o DL 8/74 de 14 de Janeiro regula-se a organização e o funcionamento das bolsas que passam a ser qualificadas como

¹² PAULO CÂMARA in *“Manual de Direito dos Valores Mobiliários”*, cit., p. 256.

¹³ PAULO CÂMARA, *“Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura”* in *Legislação: Cadernos de Ciência de Legislação*, Nº 48, Jan. – Março 2009, p. 54.

¹⁴ JOSÉ NUNES PEREIRA, *“A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal”* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 12, Dez. 2001, pp. 14 e 15.

¹⁵ Sobre a evolução da bolsa portuguesa vide DAVID JUSTINO in *“História da Bolsa de Lisboa”*, Bolsa de Valores, 1994 e *“Origens da Bolsa de Lisboa”*, Bolsa de Valores, 1993; RUY ENNES ULRICH in *“Da Bolsa e Suas Operações”*, 3ª Ed., Imprensa da Universidade, 2012.

instituições auxiliares de crédito com dependência em relação ao Ministro das Finanças reduzindo as competências das Câmaras dos Corretores. Porém, no mesmo ano, no decurso da Revolução de 25 de Abril as transacções foram suspensas até 12 de Janeiro de 1976; os bancos emissores e as empresas do sector financeiro foram nacionalizados e, conseqüentemente, o sistema financeiro português tornou-se um sistema de propriedade e gestão públicas¹⁶.

O impulso dos mercados, em particular o mercado bolsista, só se fez sentir na década de 80. A expansão tardia do mercado português ficou a dever-se aos obstáculos criados pela burocracia e pelo peso do Estado, por via da intervenção governamental, que caracterizavam o sistema. Somente com o processo de privatizações, iniciado nos governos de Cavaco Silva, é que se começou a desenhar o êxito do mercado. Em grande medida, a privatização das empresas públicas ocorreu através da abertura do seu capital social verificando-se a diversificação da bolsa e a implementação do mercado de futuros e opções, o mercado especial de dívida pública e a regulação do mercado de balcão¹⁷.

No seguimento desta evolução assente numa política de desgovernamentalização, à qual acresceu a adesão de Portugal à CEE, impunha-se a elaboração de um diploma sistematizado que regulasse as matérias mobiliárias¹⁸. Os trabalhos desenvolvidos pela secção especializada, presidida pelo Dr. José Luís Sapateiro, culminaram na aprovação do Cód. MVM, diploma que permitiu a privatização das bolsas, mantendo-se a sua criação condicionada à autorização do Governo, e que clarificou a distinção entre bolsa e respectiva entidade gestora¹⁹.

Porém, os progressos conseguidos não se revelavam suficientes por ainda se encontrarem sinais dos anos em que a actividade financeira foi “rigidamente controlada e tributada”²⁰. Para colmatar estas lacunas, entre 1994 e 1995, adoptaram-se medidas de redução da carga fiscal sobre o mercado e de simplificação dos processos de oferta de

¹⁶ Sobre este período histórico vide PAULO CÂMARA in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., pp. 464 e 465; CARLOS COSTA PINA in “Instituições e Mercados Financeiros”, Almedina, 2005, pp. 49-52.

¹⁷ MENEZES CORDEIRO in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., pp. 19 e 48; RUTE SARAIVA in “Direito dos Mercados Financeiros”, Reimp. da 2ª Ed., AAFDL, 2018, p. 36; JOSÉ NUNES PEREIRA, “Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 265-267.

¹⁸ Diploma que, seguindo ANTÓNIO DA CUNHA REIS, “A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 11, Agosto 2001, p. 1, tencionava atingir os seguintes objectivos: aproximar o mercado português dos mercados europeus; colocar o ordenamento jurídico em condições de responder ao desenvolvimento exponencial sentido na emissão e transacção de valores mobiliários; privatizar o mercado.

¹⁹ Com a entrada em vigor do novo Código de Valores Mobiliários o regime das entidades gestoras veio a ser regulado em diploma próprio e estipulou-se a obrigatoriedade de adoptarem a forma de sociedade anónima.

²⁰ EDUARDO CATROGA, “O Impulso do Mercado de Capitais Português na Década de 90” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 12, Dez. 2001, p.31.

títulos e deu-se início a uma nova vaga de privatizações. Para além disso, modernizou-se o mercado de dívida pública tendo em vista a sua internacionalização²¹.

Rapidamente o Cód. MVM se revelou desactualizado não conseguindo acompanhar o repentino desenvolvimento dos mercados, assim como as constantes intervenções legislativas oriundas da União Europeia²² (UE) mostrando falta de flexibilidade para se adaptar às mudanças. Foi neste contexto que foi criado um grupo de trabalho, presidido pelo Professor Carlos Ferreira de Almeida, incumbido da tarefa de elaborar um novo código – o actual Código dos Valores Mobiliários (Cód. VM) – que actualizasse e modernizasse os preceitos legais, por um lado, e simplificasse o regime, por outro²³.

A codificação dos valores mobiliários implementou uma nova política do sistema jurídico-financeiro, na qual se passou a admitir que o mercado deve funcionar por si sendo que ao Estado não lhe compete desempenhar um papel paternalista. No novo pensamento, ao Estado é reservada a promoção da concorrência e o incentivo à autonomia privada delegando a sua intervenção no mercado a autoridades públicas independentes. Com a mudança ocorrida pela codificação não se pretendeu arredar o Estado do mercado, mas apenas conferir outros moldes à sua actuação, pautada por funções de supervisão e fiscalização, de forma a impulsionar o seu dinamismo e eliminar definitivamente os resquícios do sistema anterior²⁴.

Desde o Cód. MVM até ao código actual a intervenção do legislador foi marcada pela intenção de aumentar a competitividade e a atractividade do mercado português através de uma actuação gradualmente mais liberalizadora e flexível. O legislador criou um mercado de bolsa de âmbito nacional eliminando, assim, uma das debilidades do nosso mercado, que se prendia com a existência de duas bolsas, reforçou as regras de transparência, regulou novas operações e contratos, deixou de elencar os modelos de mercados regulamentados²⁵ e modernizou os mecanismos de pós-negociação²⁶.

²¹ Sobre as medidas implementadas e os seus resultados *vide* EDUARDO CATROGA in “*O Impulso do Mercado de Capitais Português na Década de 90*”, *cit.*, pp. 31-34.

²² Sobre a forte influência do Direito da UE no impulso da regulamentação jurídica da matéria mobiliária *vide* MENEZES CORDEIRO “*Direito Europeu dos Valores Mobiliários: Evolução e Linhas Gerais*” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 7, N.º 2, Almedina, 2015, pp. 273-296.

²³ MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 49 e ainda do mesmo autor *vide* “*Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, pp. 129 e ss.

²⁴ JOSÉ NUNES PEREIRA in “*Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal*”, *cit.*, pp. 270 e 271. O autor afirma que “a codificação está na base da modernização do nosso mercado de capitais” e que “o impulso fortemente inovador e reformador do primeiro código mobiliário” foi actualizado e melhorado pelo código em vigor – p. 298.

²⁵ Actualmente, funcionam os seguintes mercados regulamentados: *Euronext Lisbon*, Mercado Especial de Dívida Pública e Mercado Regulamentado de Derivados do MIBEL (Mercado Ibérico de Electricidade) geridos, respectivamente, pela *Euronext Lisbon* – Sociedade

1.3 A Crescente Regulamentação do Sector

Neste ponto, começemos por enunciar as razões que normalmente são apontadas como justificativas da intervenção do Estado no sector financeiro, a saber: justiça e eficiência, isto é, o que está na base é um interesse público em assegurar a igualdade de oportunidades e combater as falhas do mercado²⁷, as flutuações económicas e o risco sistémico²⁸.

De um modo generalizado, verificou-se uma mudança de paradigma, pois de um Estado “interventor e prestador” passamos para um Estado “regulador, distribuidor e estabilizador da economia, assumindo-se que a prestação de bens e serviços cabe ao mercado”²⁹. O foco direccionou-se para a prevenção e regulação, ao invés de se centrar numa excessiva limitação dos comportamentos dos agentes económicos. O contexto histórico e os factores socio-económicos auxiliam na compreensão da necessidade de uma diferente regulamentação jurídica do sector financeiro³⁰.

Se inicialmente a emissão de valores mobiliários, *maxime* acções, estava reservada aos Estados e às “grandes companhias mercantilistas”, actualmente o recurso a valores mobiliários tornou-se um meio massificado de “angariação de fundos”³¹ diminuindo o recurso aos meios tradicionais, em especial o financiamento bancário. Exactamente por causa do acentuado crescimento do recurso a estes instrumentos, cada vez mais complexos, e do seu peso na economia³² justificou-se a regulação por intermédio primordial de

Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., MTS Portugal – Sociedade Gestora do Mercado Especial de Dívida Pública, SGMR, S.A., OMIP – Operador de Mercado Ibérico de Energia (pólo português). E ainda os sistemas de negociação multilateral PEX, *Easynext Lisbon* e *Alternext Lisbon*, o primeiro gerido pela OPEX – Sociedade Gestora de Sistema de Negociação Multilateral, S.A. e os dois últimos pela *Euronext Lisbon* - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A..

²⁶ Com mais detalhe relativamente ao regime jurídico instituído pelos dois códigos *vide* JOSÉ NUNES PEREIRA in “*Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal*”, *cit.*, pp. 265-317.

²⁷ Sobre este aspecto *vide* CARLOS COSTA PINA in “*Instituições e Mercados Financeiros*”, *cit.*, pp. 108 ss. O autor aborda a incapacidade de provisão de bens públicos, o efeito monopólio, as externalidades, a incerteza e risco na actividade económica.

²⁸ Neste sentido, PAULO CÂMARA in “*Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura*”, *cit.*, pp. 7-9; RUTE SARAIVA in “*Direito dos Mercados Financeiros*”, *cit.*, pp. 13 e 15. Relativamente às falhas do mercado a autora refere que por força deste aspecto o mercado é incapaz de se auto-regular o que reforça a importância da regulação – p. 21. Do mesmo modo, *vide* CARLOS COSTA PINA in “*Instituições e Mercados Financeiros*”, *cit.*, p. 101, justificando que a regulação “surge precisamente como uma forma de resposta às incapacidades do mercado” enquanto “meio natural de satisfação das necessidades económicas”.

²⁹ CARLOS COSTA PINA in “*Instituições e Mercados Financeiros*”, *cit.*, p. 27.

³⁰ Sobre esta mudança de paradigma *vide* FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, “*A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 7, Almedina, Abril de 2000, p. 91-93.

³¹ MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 30. Partilhando do entendimento que o mercado de capitais é cada vez mais um meio de gestão dos activos e passivos *vide* MANUEL ALVES MONTEIRO, “*Nos Dez Anos da CMVM: Um Papel Decisivo para a Dinamização do Mercado*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 12, Dez. 2001, p.29.

³² Atente-se nas palavras, de EDUARDO CATROGA in “*O Impulso do Mercado de Capitais Português na Década de 90*”, *cit.*, p. 34, demonstrativas da essencialidade para a economia de um mercado de capitais competitivo e eficiente: “uma economia sem um mercado autónomo, de excelência, orientado para as empresas [de] menor dimensão (...) tende a aumentar o seu grau de perifericidade e, consequentemente, a diminuir a sua capacidade de resistência a choques macroeconómicos ou financeiros adversos”. E MANUEL ALVES MONTEIRO, “*A Ética na Análise Financeira*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra Editora, 2003, p. 150: “sendo um

instituições especializadas por serem dotadas de mais conhecimentos e maior flexibilidade para se adaptarem às novas realidades dos mercados de capitais³³. Por outro lado, a História demonstra que os períodos de crise associados a bolhas especulativas desencadearam a intervenção normativa, como sucedeu em Inglaterra, em França e nos EUA³⁴.

Muito embora a regulação financeira encontre a sua origem na Europa, a criação de autoridades independentes de supervisão advém dos EUA. A razão de ser da sua criação residiu, por um lado, na constatação da incapacidade das bolsas quanto à fiscalização e, por outro lado, na preocupação com a qualidade de informação como meio de prevenir delitos na bolsa e assegurar decisões de investimento esclarecidas criando as condições para o funcionamento de um mercado concorrente e eficiente. Assim, rompeu-se com a regulação assente no controlo de mérito deixando as autoridades de se pronunciar quanto à qualidade dos valores mobiliários e ao mérito económico das operações³⁵.

De entre os sistemas consagrados destacam-se os sistemas de supervisão monista, os sistemas de supervisão especializada e os sistemas de supervisão funcional³⁶. A nível europeu a tendência é a adopção do modelo de supervisão monista, (v.g. o Reino Unido e a Alemanha), embora em moldes que se afastam do seu estado puro³⁷.

As mutações ocorridas no funcionamento da economia e dos mercados financeiros, como o surgimento de novas áreas e instrumentos financeiros, o processo de desmutualização das bolsas, os procedimentos regulatórios cada vez mais completos e

canal para os fluxos de troca entre aforradores e investidores, de forma eficiente e a preços justos, o mercado beneficiará a própria economia em que se insere”.

³³ RUTE SARAIVA in “*Direito dos Mercados Financeiros*”, cit., p. 67. Nos mesmos termos, vide MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, “*Valores Mobiliários, CMVM e Protecção dos Consumidores*” in *Estudos do Instituto de Direito do Consumo*, Vol. IV, Almedina, 2016, pp. 165-168, que realça a importância da regulação pelas autoridades independentes para a confiança dos investidores no mercado.

³⁴ O *Bubble Act*, que proibia a criação de empresas societárias com propósito fraudulento, foi aprovado no seguimento do escândalo da *South Sea Company*; a crise financeira derivada do modelo especulativo de John Law e o colapso da *Compangine do Mississipi* e do *Banque Générale* ditaram o começo da regulação em França; os primeiros grandes diplomas americanos – *Securities Act* em 1933 e o *Securities Exchange* em 1934 – e a criação de uma autoridade de supervisão especializada, denominada *Securities and Exchange Commission* (SEC), marcaram o período pós-crise de 1929. Sobre estes dados históricos cfr. PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 35-37 e MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 59 e ss.

³⁵ PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 260. Igualmente, do mesmo autor, “*Supervisão e Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, p. 39 e 40. E ainda MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA in “*Valores Mobiliários, CMVM e Protecção dos Consumidores*”, cit., p. 173.

³⁶ De forma breve, se o primeiro se caracteriza pela consagração de uma única entidade que supervisiona as áreas bancária, financeira e dos seguros; por seu turno, o segundo consagra uma entidade para cada uma das áreas; e por fim, o terceiro sistema distingue entre autoridades de supervisão prudencial, dedicadas a problemas de solvência dos participantes e prevenção do risco sistémico, e autoridades de supervisão comportamental, destinadas a assegurar o cumprimento das normas de conduta. Cumpre referir que todos eles apresentam vantagens sendo que os principais benefícios do sistema monista relacionam-se com a unificação da burocratização dos processos e da resposta a produtos das três áreas que sejam semelhantes, da maior eficiência quanto a grupos financeiros que actuem em todas as áreas e ainda uma visão mais abrangente do risco sistémico. Por sua vez, o sistema especializado poderá atingir os mesmos resultados da adopção do sistema monista caso se verifique uma colaboração entre as diferentes entidades, além de permitir uma vigilância mais apertada, a par de uma actuação mais eficiente isto porque as estruturas de maior dimensão, por vezes, demonstram-se contra-producentes – cfr. PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 288-290.

³⁷ PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 261 e do mesmo autor “*Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura*”, cit., pp. 49 e 50.

perfeitos, a globalização, a inovação tecnológica e as crises financeiras são alguns aspectos que explicam o despoletar de diplomas legais e justificam a gritante necessidade de uma regulação, não necessariamente mais intrusiva ou excessiva, mas sim mais eficiente e eficaz com recurso a meios alternativos à regulação tradicional caracterizada pelo excessivo peso estadual³⁸. Daí, as entidades de supervisão apresentarem-se como uma “forma muito específica de intervenção do Estado num sector económico (...) que ultrapassa os paradigmas intervencionistas clássicos”³⁹.

Deste modo, pretende-se o equilíbrio e a eficiência do mercado sendo que no panorama actual, e fazendo uso das palavras de RUTE SARAIVA, “o regulador não é tanto um gestor de mercado mas o seu garante”⁴⁰ criando mecanismos favoráveis ao seu regular funcionamento, tutelando os interesses, quer dos investidores, quer do próprio mercado sem que isso implique repressões à autonomia dos seus participantes ou que a entidade reguladora os substitua nas decisões de investimento; simplesmente essa liberdade é conformada por um conjunto de princípios, regras e deveres e exercida no seio de estruturas organizadas e entidades especializadas no mercado de capitais, como os intermediários, que criam as condições favoráveis à tomada de decisões esclarecidas.

1.3.1 A Ordem Jurídica Portuguesa, em especial

Do ponto de vista legislativo, após uma análise histórica dos diplomas legais consagrados na área dos valores mobiliários, é por demais evidente a proliferação dos instrumentos legais pelas diversas matérias mobiliárias. Desde os Regulamentos das Praças Comerciais e da Corporação dos Corretores de 1837 que atribuíam à Câmara dos Corretores deveres de fiscalização, poderes disciplinares e competência para dirimir conflitos, passando pela regulamentação das entidades com intervenção no mercado e pela própria definição de regras do funcionamento das bolsas de valores, até à previsão do regime jurídico de vários instrumentos financeiros e da fixação de normas de reforço da

³⁸ PAULO CÂMARA in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., p. 265 e RUTE SARAIVA in “Direito dos Mercados Financeiros”, cit., pp. 15 e ss.

³⁹ FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO in “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”, cit., p. 91. Relativamente à intervenção autoridades de supervisão MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA in “Valores Mobiliários, CMVM e Protecção dos Consumidores”, cit., p. 169, considera que a mesma se deve à “tomada de consciência das limitações do livre funcionamento do mercado e, simultaneamente, na convicção da importância do regular funcionamento das regras do mercado para a realização do interesse público”.

⁴⁰ In “Direito dos Mercados Financeiros”, cit., p. 18. A autora refere mesmo que se trata de um “quarto poder (...) com a existência de poderes de autoridade paralelos ao do Estado tradicional” – p. 139.

estabilidade financeira e dos deveres de informação e transparência são inúmeros os diplomas legais⁴¹.

Quanto aos códigos, evidencia-se que o Cód. MVM era extremamente denso e pormenorizado reflectindo a pesada intervenção do legislador, ao passo que o Cód. VM foi pensado no sentido de ultrapassar estas condicionantes e, por essa razão, cedeu espaço à liberdade e autonomia privadas, simplificou a redacção das normas e conferiu-lhes maior sistematização e clareza.

No campo regulatório, encontram-se instituídas três autoridades de supervisão afectas a cada uma das grandes áreas financeiras: o Banco de Portugal (BdP)⁴² destinado ao sector bancário; a Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões (ASSFP) que actua no sector dos seguros; a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) com competências no sector financeiro. Cada uma delas deve promover a cooperação com as restantes e demais entidades nacionais e, paralelamente, fomentar a cooperação internacional com os supervisores de outros estados e com as autoridades supraestaduais⁴³.

O nosso sistema apresenta como particularidade a criação de um Conselho Nacional de Supervisores Financeiros⁴⁴ que tem como principal objectivo a coordenação entre as três autoridades⁴⁵, fomentando a complementaridade entre elas, tendo em vista a maior eficiência da actividade de supervisão. Actualmente, as fronteiras entre as três áreas financeiras são cada vez mais ténues devido, entre outros factores, aos conglomerados financeiros, à irrelevância do espaço físico como tradicional característica dos mercados e ao surgimento de produtos financeiros mistos e complexos, o que conduz inevitavelmente à integração da actividade financeira no seu todo⁴⁶.

Também importa fazer alusão a outras entidades, como o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria⁴⁷ e o Comité Nacional para a Estabilidade Financeira⁴⁸, sendo que

⁴¹ Cfr. PAULO CÂMARA in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., p. 55-56 e 464; MENEZES CORDEIRO in “Direito dos Valores Mobiliários”, cit., pp. 125-129 e 144-146.

⁴² Para maiores desenvolvimentos acerca desta instituição vide RUTE SARAIVA in “Direito dos Mercados Financeiros”, cit., pp. 151-173.

⁴³ FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO in “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários”, cit., pp. 98 e 99 e JOSÉ NUNES PEREIRA in “A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal”, cit., p. 13, que é da opinião que “uma supervisão participada e cooperante é uma das condições de uma regulação e supervisão flexíveis”.

⁴⁴ Criado pelo DL 228/2000 de 23 de Setembro.

⁴⁵ De mencionar os DL 211-A/2008 e 143/2013 que alteraram o estatuto do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros ampliando as suas competências como meio de reforço da coordenação entre as autoridades de supervisão. Também salientando esta cooperação vide SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, “A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, 2011, p. 549.

⁴⁶ JOSÉ NUNES PEREIRA in “A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal”, cit., p. 20; CALVÃO DA SILVA in “Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português”, 5ª Ed. Revista e Aumentada, Almedina, 2017, pp. 25 e ss.

⁴⁷ Criado pelo DL 225/2008 de 20 de Novembro.

este último desempenha um papel importante na troca de informação direccionada para a prevenção de crises entre as três autoridades de supervisão *supra* elencadas.

1.3.2 A CMVM

O contexto em que a CMVM⁴⁹ foi criada - em 1991, ano de implementação da “primeira grande reforma jurídico-económica do mercado de valores mobiliários”⁵⁰ - foi bastante favorável atendendo à fase de desenvolvimento (após um período de estagnação que advinha da altura do fecho das bolsas em 1974) pela qual o mercado estava a passar, à entrada na CEE e à crise vivida em 1987. A preocupação com a liberalização dos mercados, sem descurar a sua defesa e a protecção dos investidores, impulsionou a criação de uma “entidade pública profissionalizada e especializada”⁵¹.

Como princípios basilares que orientam a sua actuação realçam-se a protecção dos investidores, nomeadamente pelo reforço da informação, a eficiência, equidade, segurança e transparência do mercado⁵². De forma a prosseguir estes objectivos, a CMVM é dotada de independência⁵³ a nível institucional, funcional e financeiro a fim de assegurar a credibilidade e qualidade da actividade de supervisão.

O papel desempenhado pela CMVM junto do público em geral e das diversas classes profissionais ligadas ao mercado⁵⁴ constitui uma vertente importante da sua actuação, paralelamente, à regulação, supervisão⁵⁵ e poder sancionatório que exerce.

A regulação é uma prática comum e vantajosa no âmbito mobiliário se considerarmos a dinâmica dos mercados, o que impõe a adaptação dos próprios instrumentos financeiros e, necessariamente, do regime jurídico. Acresce que, a tecnicidade inerente à matéria

⁴⁸ Criado pelo Memorando de Entendimento celebrado em Julho de 2007 entre o Ministério das Finanças, o BdP, a CMVM e a ASSFP.

⁴⁹ Relembre-se que se trata de uma pessoa colectiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira e com património próprio, nos termos do art. 1º n.º 1 do seu Estatuto aprovado pelo DL n.º 5/2015, de 08 de Janeiro.

⁵⁰ Assim apelidada por FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, “*A Tutela dos Mercados de Valores Mobiliários e o Regime do Ilícito de Mera Ordenação Social*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, p. 285.

⁵¹ CARLOS COSTA PINA in “*Instituições e Mercados Financeiros*”, *cit.*, p. 168.

⁵² Realçando o papel da CMVM na prossecução destes objectivos, MANUEL ALVES MONTEIRO in “*Nos Dez Anos da CMVM: Um Papel Decisivo para a Dinamização do Mercado*”, *cit.*, pp. 29-30.

⁵³ Que não é afectada pelo facto de a CMVM estar sujeita à tutela do Ministro das Finanças pela mesma ser limitada. Neste sentido, *vide* PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 281.

⁵⁴ No seguimento desta política a CMVM realiza acções de formação junto dos Magistrados, organiza colóquios e conferências e publica estudos, inquéritos, artigos e relatórios sobre o mercado e o sistema financeiro – *cfr.* JOSÉ NUNES PEREIRA in “*A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal*”, *cit.*, pp.18 e 19.

⁵⁵ PAULO CÂMARA in “*Supervisão e Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 44, refere-se à supervisão em sentido restrito como “a actividade administrativa de vigilância permanente de actos, pessoas e documentos, tendo em vista prevenir, detectar e perseguir ilícitos e evitar e remediar perturbações no mercado”.

financeira requer a elaboração de regras mais detalhadas e, para esse efeito, sem dúvida que as autoridades independentes se encontram mais bem preparadas por conhecerem melhor a realidade mobiliária e, em virtude disso, têm mais facilidade em proceder às alterações normativas quando o mercado o exige. A supervisão é posterior à regulação, uma vez que tem como objecto a verificação da conformidade da actuação dos agentes e entidades com as normas vigentes. A partir do momento em que é criada uma autoridade dotada de poderes de supervisão e fiscalização era de todo pertinente, até para que estas funções revelassem utilidade prática, que a mesma fosse legitimada para combater os ilícitos praticados⁵⁶.

2. O Intermediário Financeiro e o Investidor

Após um breve enquadramento do contexto que serve de pano de fundo ao exercício da actividade de intermediação financeira e à prestação de serviços conexos, poderá avançar-se para o estudo dos aspectos gerais atinentes aos principais intervenientes destas relações que, à luz da presente investigação, são o intermediário e o investidor, uma vez que são precisamente estas as partes do contrato de gestão de carteiras.

2.1 A Figura do Intermediário Financeiro

A intervenção do intermediário como profissional qualificado justifica-se, desde logo, pela complexidade dos produtos financeiros. A ocorrência de factores como a liberalização e desregulamentação dos mercados, a globalização, a concorrência e os avanços tecnológicos proporcionaram a diversidade e sofisticação dos instrumentos financeiros⁵⁷, bem como a realização de transacções sucessivas e a um ritmo intenso tornando-se, por isso, imperioso que o intermediário actue como ‘auxiliador’ do investidor⁵⁸. Note-se que o

⁵⁶ Como salienta FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, “*A Tutela dos Mercados de Valores Mobiliários e o Regime do Ilícito de Mera Ordenação Social*”, *cit.*, pp. 287 e 288, proporciona-se uma intervenção directa da CMVM e, simultaneamente, evita-se a desproporcionada criminalização de comportamentos na área financeira, dando cumprimento ao princípio da intervenção do direito penal como última *ratio*.

⁵⁷ Sobre a afirmação de outros instrumentos que não os tradicionais valores mobiliários *vide* ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Instrumentos Financeiros*”, Reimp. da 3ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2018.

⁵⁸ Repare-se que as características típicas dos investidores ajudam a entender a relevância do intermediário como forma de atenuar a irracionalidade presente no mercado: optimismo infundado; decisões tomadas com base em meras preferências subjectivas, ao invés, de assentarem em critérios objectivos e fundados; repartição do investimento sem atender ao risco inerente a cada operação; excessiva confiança na evolução dos títulos – *cfr.* MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, pp. 248-250. Por outro lado, da

investidor comum não tem conhecimentos técnicos, nem consegue aceder facilmente às fontes de informação e não se encontra confortavelmente familiarizado com o funcionamento do mercado.

Por outro lado, a realização intermediada de operações financeiras possibilita a redução dos seus custos e permite uma decisão de investimento mais eficiente⁵⁹ diminuindo as assimetrias informativas, isto porque o intermediário conhece as vantagens e desvantagens de cada tipo de investimento, consciencializa o cliente dos riscos inerentes à operação e possibilita uma maior rentabilização do investimento.

Portanto, para que o mercado possa funcionar eficientemente e ao mesmo tempo de modo seguro⁶⁰, o contacto entre entidades emitentes, que procuram um meio alternativo de financiamento, e investidores, que pretendem obter um rendimento mais elevado com a aplicação das suas poupanças, terá que acontecer através de intermediários⁶¹ que, nas palavras de MENEZES LEITÃO, são “agentes económicos especialmente qualificados que prestam simultaneamente aos emitentes e aos investidores, contra remuneração, o serviço de realização das transacções por sua conta”⁶².

É em função da relevância da profissão de intermediário que a mesma está dependente, como condições para o seu exercício, de autorização da autoridade competente e de registo da actividade de intermediação financeira junto da CMVM, de forma a garantir que o intermediário reúne todas as condições e recursos para esse efeito. A par deste controlo prévio, verifica-se um acompanhamento contínuo do exercício profissional através da supervisão da CMVM.

análise comportamental do investidor, conclui-se que, de um modo geral, há uma tendência para se demonstrar aversão ao risco nas situações de ganhos e tolerância ou procura do mesmo nas situações de perda – cfr. RUTE SARAIVA in *“Direito dos Mercados Financeiros”*, cit., p. 109.

⁵⁹ Quanto a estes aspectos, vide RUTE SARAIVA in *“Direito dos Mercados Financeiros”*, cit., p. 95, que realça o facto de os intermediários estarem habituados a lidar com avultados montantes “o que permite economias de escala e custos médios de transacção decrescentes”; SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES in *“A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários”*, Almedina, 2001, p. 21, que refere a relação de proporcionalidade entre a eficiência das decisões dos investidores e a qualidade da informação que lhes é prestada.

⁶⁰ Nas palavras de GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in *“A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente”*, Almedina, 2008, pp. 14 e 86, na actividade prestada pelo intermediário “está em causa a tutela da confiança na regularidade do tráfego”. Ou seja, um mercado no qual os intervenientes actuam conforme regras legais estabelecidas confere confiança ao investidores o que, por sua vez, contribui para a eficiência do mercado; também FAZENDA MARTINS, *“Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado”* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 7, Abril 2000, p. 347, refere que a confiança é um dos elementos que fomenta a atractividade do mercado; e ainda partilhando a mesma opinião, ANTÓNIO DA CUNHA REIS in *“A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliários”*, cit., p. 2.

⁶¹ Assim, a intermediação financeira é, segundo ENGRÁCIA ANTUNES, *“Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 56, Abril 2017, p. 31, “o conjunto de actividades destinadas a mediar o encontro entre oferta e procura no mercado de capitais”.

⁶² *“Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”* in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2001, p. 130.

O art. 293º do Cód. VM elenca as entidades que nos termos da lei são intermediários financeiros, a saber: instituições de crédito⁶³, empresas de investimento⁶⁴, entidades gestoras de instituições de investimento colectivo, sociedades de investimento mobiliário autogeridas e sociedades de investimento imobiliário autogeridas. Posto isto, e secundando o entendimento de GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS⁶⁵, o intermediário deve qualificar-se como comerciante nos termos do art. 13º 2º do C. Com.

2.1.1 Das Actividades praticadas pelo Intermediário Financeiro

O intermediário exerce a título profissional, isto é, com carácter habitual e remunerado, as actividades descritas no art. 289º n.º 1 do Cód. VM⁶⁶. É do exercício destas actividades pelas entidades *supra* mencionadas que decorre a qualificação de intermediário financeiro. Daqui, também decorre o princípio da exclusividade, pois apenas os intermediários podem exercer a título profissional as actividades de intermediação.

A doutrina tende a distinguir as actividades de intermediação entre operações por conta alheia, operações por conta própria e prestações de serviços de assistência jurídico-financeira e de informação⁶⁷. Nas operações por conta alheia o intermediário age no interesse e por conta dos seus clientes e, por isso, os efeitos repercutem-se na esfera jurídicas destes. Nessa medida, incluem-se neste grupo a recepção, transmissão e execução de ordens dadas pelo investidor e, corroborando o entendimento de MENEZES LEITÃO⁶⁸, a gestão de carteiras por conta de outrem⁶⁹; por sua vez, nas operações por conta própria o intermediário introduz ofertas próprias no sistema, transmite ordens de compra ou de venda por si emitidas para outro intermediário autorizado a executá-las e actua como contraparte

⁶³ O art. 3 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de Dezembro, tipifica as entidades que são consideradas instituições de crédito.

⁶⁴ O art. 4-A do RGICSF elenca os tipos de empresas de investimento.

⁶⁵ In “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, *cit.*, p. 39. Veja-se também MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 61, ao relembrar que a figura dos intermediários advém da actividade de corretagem.

⁶⁶ A norma divide as actividades de intermediação financeira em dois grandes grupos: serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros, por um lado, e serviços auxiliares, por outro, descritos respectivamente nos arts. 290.º e 291.º do Cód. VM.

⁶⁷ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “*As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex Lisboa, 1997, pp. 291-309; MENEZES LEITÃO in “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, *cit.*, pp. 132 e ss.: o autor segue a mesma classificação, pese embora com algumas alterações, nomeadamente no que diz respeito à gestão de carteiras de valores mobiliários pertencentes a outrem que inclui nas operações de conta alheia e às actividades de assistência ou colocação em ofertas públicas de distribuição que autonomiza pelo facto de poder envolver operações de conta alheia, de conta própria ou de prestação de serviços.

⁶⁸ Cfr. “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, *cit.*, pp. 132 e 133.

⁶⁹ Quanto à classificação desta actividade de intermediação financeira mais considerações serão feitas aquando da análise do contrato de gestão de carteiras no capítulo II.

do cliente, nos termos do art. 346º do Cód. VM, sendo que estas operações estão sujeitas a regras específicas como forma de prevenir a ocorrência de conflitos de interesses (cfr. art. 347º do Cód. VM); por fim a categoria da prestação de serviços corresponde ao disposto no art. 291º do Cód. VM.

2.1.2 Dos Deveres consagrados no Cód. VM

Na medida em que o intermediário é uma “peça fundamental” nas negociações de instrumentos financeiros encontra-se sujeito a um apertado “regime prudencial para protecção dos investidores”⁷⁰. Essas regras consubstanciam verdadeiros deveres profissionais que “são parte integrante do estatuto d[a sua] profissão”⁷¹ e a sua violação implica a responsabilidade civil do intermediário⁷².

O art. 304º do Cód. VM, que tem como epígrafe “Princípios”, verte as linhas orientadoras da actividade do intermediário destacando-se a boa-fé, a protecção dos interesses dos clientes e a eficiência do mercado. Mas, na verdade, a referida norma acaba por fornecer elementos que indicam verdadeiros deveres que o intermediário tem que observar como, *v.g.*, os deveres de elevada diligência, lealdade e transparência que concretizam o princípio da boa-fé, o dever de conhecer o perfil do cliente ou o dever de segredo profissional.

Face à falta de clareza do legislador quanto ao tratamento dos princípios e deveres⁷³ previstos para a actividade desempenhada pelo intermediário e tendo em atenção a extensa

⁷⁰ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA in “*Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*”, Vol. II, 7ª Ed. Reformulada e Actualizada, Coimbra Editora, 2013, p. 117. Realçando o mesmo aspecto *vide* FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, “*Os Intermediários Financeiros*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, p. 95: “os intermediários financeiros são, pois, entidades altamente especializadas, condição que se reflecte (...) na disciplina material da sua actividade profissional”. E ainda MENEZES CORDEIRO, “*A Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros*” in *Vida Judiciária*, N.º 197, Setembro – Outubro 2016, p. 5, que encara estes deveres de duas perspectivas: uma formal, direccionada para a eficiência do mercado, e uma material, tendo em vista a protecção dos investidores.

⁷¹ FAZENDA MARTINS in “*Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*”, *cit.*, p. 334. Também ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, *cit.*, p. 37, que os caracteriza como “verdadeiros e próprios deveres jurídicos de conduta profissional”.

⁷² Cfr. art. 304º-A do Cód. VM que consagra a responsabilidade do intermediário por violação dos deveres que lhe são impostos, desde que se encontrem preenchidos os pressupostos gerais da responsabilidade civil com as seguintes especialidades: ao intermediário impõe-se um elevado padrão de diligência; inversão do ónus da prova com âmbito de aplicação mais vasto que a normal geral do art. 799º n.º 1 do CC, pois aplica-se à responsabilidade extracontratual e aos casos de violação de deveres de informação. E ainda o art. 324º do Cód. VM, aplicável no seio das relações contratuais, que derroga a regra do art. 800º n.º 2 do CC e estabelece um prazo de prescrição mais curto.

⁷³ Partilhando estas considerações ao afirmar que a redacção da norma é “profundamente criticável” *vide* MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, pp. 255 e ss. Opinião contrária parece apresentar FAZENDA MARTINS in “*Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*”, *cit.*, p. 331. Não se duvida que a intenção do legislador passou por proceder a uma distinção clara entre princípios e deveres, contudo, não é menos verdade que uma outra redacção do

lista de regras consagradas neste âmbito, a análise que aqui se propõe efectuar incidirá sobretudo nos principais princípios/deveres que conformam a actuação do intermediário.

Em primeiro lugar, cumpre mencionar o papel desempenhado pela boa-fé como princípio conformador de toda a relação jurídica. Neste ponto, corrobora-se o entendimento de que, no âmbito do direito dos valores mobiliários, a boa-fé não deve ser vista como um simples dever acessório, mas sim como uma regra de conduta concretizada por verdadeiros deveres de prestação de actuação diligente, leal e transparente⁷⁴. Por sua vez, a lealdade, inserida na relação mobiliária, é mais do que a adopção de condutas sinceras e honestas por existir um elo de ligação com o próprio cumprimento das prestações principais decorrentes do contrato celebrado com o cliente. Portanto, não se confunde com a diligência, visto que esta prende-se com o grau de cumprimento da prestação constituindo um elemento chave na aferição da culpa em sede de responsabilidade civil do intermediário, ao passo que aquela diz respeito à qualidade da conduta⁷⁵.

De acordo com ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, os deveres do intermediário dividem-se em três grandes grupos: para com os clientes, para com o mercado e normas de organização interna⁷⁶.

Quanto aos deveres de organização⁷⁷ estão em causa regras relativas à estrutura profissional da actividade do intermediário. Assim, o intermediário tem o dever de implementar um sistema de organização contabilística e de registo das operações que efectua e de adoptar procedimentos de controlo interno conseguindo-se, deste modo, supervisionar o exercício da sua profissão. Por outro lado, deve aplicar mecanismos que assegurem a segregação funcional e patrimonial, nomeando um responsável para aferir do cumprimento deste último dever (cfr. art. 306º-G do Cód. VM), de forma a manter uma

art. 304.º produziria melhores resultados. O próprio autor reconhece depois que a separação entre princípios e deveres na referida norma “não corresponde, em todos os casos, a uma separação científica” – p. 333.

⁷⁴ Nesse sentido, vide GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 96 e 97.

⁷⁵ Cfr. MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 296 e 297 e GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 119 e 120.

⁷⁶ Relativamente aos clientes, o autor sub-divide os deveres em obrigações pré-contratuais e obrigações contratuais; quanto aos deveres para com o mercado os mesmos abrangem as operações com risco para a regularidade do mercado, os deveres de *compliance* e a proibição de intermediação excessiva; por fim, as normas de organização vão desde os sistemas de controlo e conservação de dados até à protecção do património dos clientes e gestão de conflitos de interesses – cfr. “*Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*”, Vol. II, cit., pp. 121 e ss.

⁷⁷ Cfr. arts. 305 e ss. do Cód. VM.

clara separação do património pertencente a cada cliente e, por conseguinte, salvaguardar os direitos destes e evitar conflitos de interesses⁷⁸.

Relativamente ao cliente o intermediário deve, desde logo, conhecer o seu perfil⁷⁹, ou seja, deve averiguar os conhecimentos e experiência em investimentos financeiros, a sua situação económica, os objectivos subjacentes à decisão de investimento, o perfil de risco⁸⁰ e o período de manutenção do investimento que tenciona realizar. Deste modo, se conclui que este dever é instrumental ao dever de adequação do serviço ao perfil do cliente⁸¹, plasmado no art. 314º do Cód. VM, visto que o conhecimento das características do cliente permite aferir se a operação será vantajosa para aquele cliente em concreto. Portanto, não basta que a operação que se pretende realizar apresente, abstractamente, indicadores positivos, é ainda necessário averiguar se relativamente ao investidor em causa a mesma se revela adequada⁸².

Uma vez celebrado um negócio entre o intermediário e o investidor, aquele tem o dever de cumprir com todas as obrigações que assumiu actuando sempre com a devida diligência e prosseguindo os interesses do seu cliente. Ora, daqui decorre que não é suficiente executar o serviço contratado, o intermediário “deve orientar-se também no sentido de evitar lesões aos clientes que possam decorrer da execução desse mesmo serviço”⁸³ e deve dar prevalência aos interesses daqueles sob quaisquer outros, incluindo os seus próprios interesses.

Por fim, um outro dever que tem como *ratio* a protecção do investidor é o dever de evitar conflitos de interesses e, uma vez verificados, que o intermediário faça uma gestão

⁷⁸ Saliente-se que o intermediário presta múltiplos serviços sendo um elemento potenciador de conflitos e daí a importância de adoptar esquemas organizativos e regras de segregação informativa e patrimonial.

⁷⁹ O cumprimento deste dever implica, nas palavras de FAZENDA MARTINS in “*Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*”, cit., pp. 343 e 344, “uma postura claramente activa, no sentido de determinar o intermediário a indagar junto do cliente a informação relevante”. No mesmo sentido, ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, cit., p. 35.

⁸⁰ A identificação do perfil de risco é um factor determinante na opção pelos produtos nos quais se irá investir, na medida em que se poderá estar perante um investidor mais cauteloso que tem preferência por produtos mais seguros ou, ao invés, um investidor mais arriscado que tenderá para produtos mais sofisticados.

⁸¹ Este dever é um exemplo paradigmático da concretização da diligência e da protecção dos interesses do cliente, uma vez que o intermediário tem que actuar atendendo ao perfil do cliente em concreto pois só assim poderá tutelar os seus interesses. A preocupação com a adequação do serviço ao cliente tem inspiração nos modelos anglo-saxónicos que desde cedo conferiram importância à fundamentação e justificação da recomendação dada ao cliente – cfr. GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., p. 107 em nota de rodapé; ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, cit., p. 35.

⁸² Segundo ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, cit., p. 42, o dever de adequação é, nessa medida, “um desenvolvimento ou extensão do princípio geral do conhecimento do cliente ao nível de cada concreta operação individual sobre instrumentos financeiros”.

⁸³ FAZENDA MARTINS in “*Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado*”, cit., p. 337.

equitativa dos mesmos⁸⁴. O surgimento de conflitos é comum, visto que a maioria dos contratos de intermediação são “subtipos do contrato de mandato, em que desempenha relevância central o interesse do cliente”⁸⁵.

2.2 A Figura do Investidor

Quando se trata do conceito de investidor, em particular o investidor não profissional, surge a dúvida relativa à possível recondução à figura do consumidor. Na doutrina encontram-se diferentes entendimentos sendo que certos autores admitem esta equiparação, enquanto outros se demonstram mais cautelosos⁸⁶. Atendendo aos diversos argumentos invocados, pensa-se que em ambos os regimes a protecção é direccionada para uma parte que necessita de maior tutela. Porém, parece que não é menos certo que as razões nas quais assenta a protecção do investidor, directamente relacionadas com as próprias características do mercado, demarcam-na do regime do consumidor. Para além de que, o conjunto de preceitos tuteladores do investidor afigura-se suficiente e adequado à salvaguarda dos seus interesses.

O investidor também poderá ser encarado como cliente a partir do momento em que realiza operações de investimento com recurso a um intermediário, estabelecendo-se uma relação comercial específica – relação de clientela⁸⁷. De advertir que a utilização pelo legislador do conceito ‘cliente’ é mais lata por englobar tanto os investidores que mantêm uma relação contratual frequente, como aqueles que recorrem à prestação ocasional de um serviço e ainda aqueles que nunca contrataram com o intermediário.

⁸⁴ O intermediário deve adoptar uma política interna sobre esta matéria, identificar os conflitos, registar e comunicar as actividades que estiveram na origem do conflito.

⁸⁵ PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 376.

⁸⁶ A título exemplificativo, para PAULO CÂMARA os conceitos não coincidem, uma vez que o consumidor realiza despesa e investidor realiza investimento, mas o autor acaba por admitir a utilização da noção de consumidor sustentando a sua posição no art. 321º do Cód. VM, embora a extensão deva “ser empreendida com cautelas” – cfr. “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 237 e 238; invocando o mesmo argumento e a *ratio* de protecção do consumidor como parte mais débil aplicável ao investidor, vide GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 43 e 44; igualmente, SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES in “*A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*”, cit., pp. 30-32; em sentido oposto, MENEZES CORDEIRO apresenta reservas pela *ratio* da protecção ser distinta, na medida em que na relação consumidor/prestador de serviços visa-se equilibrar a relação, enquanto que na relação investidor/intermediário a finalidade prende-se com a diminuição dos riscos dos mercados. Além de que, os investidores já têm uma “protecção máxima” por força do cariz fiduciário da relação estabelecida com o intermediário – cfr. “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 108; OLIVEIRA ASCENSÃO considera que “há hoje um acento muito proteccionista em relação ao consumidor, que se justifica menos no que respeita ao investidor” – cfr. “*A Protecção do Investidor*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra Editora, 2003, pp. 38-40.

⁸⁷ Sobre este conceito, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 45 e 56 e ss. e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “*Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 121-136.

A protecção dos investidores não tem que se limitar à imposição de deveres ou atingir-se pela intervenção legislativa. O primeiro passo para a tutela dos investidores passa pela aposta na sua formação⁸⁸ porque, de um modo geral, não têm os devidos conhecimentos técnicos acerca do funcionamento do mercado e dos instrumentos financeiros, não estão familiarizados com as entidades que actuam no sector financeiro e revelam fragilidades no que à análise do risco e da rendibilidade diz respeito.

2.2.1 A Categorização dos Investidores

O dever de categorização do cliente, previsto nos arts. 317º a 317º-D do Cód. VM, impõe ao intermediário a obrigação de classificar o cliente numa das categoriais legais consagradas: investidor não profissional, investidor profissional e contraparte elegível⁸⁹. A ordem de apresentação das categorias corresponde ao grau de maior intensidade de protecção até ao nível mais baixo, o que serve igualmente para os níveis de exigência do cumprimento dos deveres de conduta dos intermediários.

O cumprimento do dever de categorização está inevitavelmente associado ao dever de conhecer o perfil do cliente⁹⁰. Para além de que serve ainda a realização de outros deveres, tais como os deveres de informação e de adequação, pelo facto de permitir ajustar a densidade informativa ao tipo de investidor e aferir a adequação dos serviços e operações ao cliente em concreto consoante a complexidade e o risco do negócio.

Desta feita, a qualificação dos investidores é uma medida demonstrativa da protecção destes intervenientes, visto que o ordenamento jurídico está a reconhecer as assimetrias existentes entre os investidores acautelando-se, assim, a posição jurídica mais frágil que alguns deles possam assumir.

⁸⁸ Nomeadamente através de publicações de brochuras informativas, sessões de esclarecimento, conferências, acções de formação, criação de gabinetes de apoio, utilização da Internet – cfr. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES in “*A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*”, cit., pp. 55-57.

⁸⁹ A enumeração dos investidores profissionais plasmada no art. 30º n.º 1 do Cód. VM, assim como a qualificação de contraparte elegível nos termos do art. 317º-D n.º 1 do Cód. VM, corresponde a entidades que, normalmente, actuam no sector financeiro e, por isso, são especialmente qualificadas e dotadas de conhecimentos e meios que o investidor comum não tem acesso. Do outro extremo, os investidores não profissionais são aqueles que se encontram numa posição mais vulnerável e daí a necessidade de tutela ser mais forte.

⁹⁰ A classificação do perfil do investidor não se confunde com a categorização, pois prende-se com aspectos relativos à aversão ao risco e ao tipo preferencial de produtos e investimentos que o investidor procura – cfr. ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, cit., p. 41.

2.2.2 Da Tutela conferida pelo Ordenamento Jurídico Português

Como razões para a protecção dos investidores entende-se que o interesse público e a criação de condições de igualdade entre os participantes no mercado são aquelas que merecem maior destaque por, no fundo, englobarem um conjunto de outros factores aos quais se tem vindo a aludir.

Ao referir-se o interesse público evidencia-se que a protecção não está direccionada somente para os interesses do investidor em particular, pelo contrário, visa uma categoria indeterminada de investidores e o mercado em si⁹¹, isto é, o seu regular funcionamento como elemento crucial para o bom andamento da economia. Paralelamente é essencial ponderar os diferentes interesses que cada interveniente do mercado visa prosseguir quando nele participa, o que significa a união de esforços no sentido de superar as desigualdades existentes e “manter o equilíbrio equitativo da relação jurídica”⁹².

A par do vasto conjunto de deveres e regras impostas ao intermediário, anteriormente descritos de forma abreviada, cumpre tecer algumas considerações quanto aos deveres de informação⁹³ enquanto peça fundamental na prossecução da protecção do investidor. Nessa medida, se justifica a sua inserção neste ponto, ao invés, do seu tratamento em conjunto com os restantes deveres do intermediário, pese embora os mesmos contribuam igualmente para a tutela da posição do investidor.

⁹¹ Como bem constata SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES in “*A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*”, cit., p. 26, há uma “sobreposição, dependência ou mesmo complementaridade” entre a defesa do mercado e a tutela dos investidores, o que se faz sentir ao nível da criação de condições de segurança do mercado que são garantidas, precisamente, pela adopção de medidas de protecção dos investidores. Do mesmo modo, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “*A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 335, refere que “a eficiência dos mercados de valores mobiliários anda lado a lado com a protecção conferida aos investidores” e acrescente que está aqui em causa sobretudo o interesse público. Assim como, PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 32, ao afirmar que “a protecção dos investidores está associada à defesa dos mercados”. E ainda MENEZES CORDEIRO in “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 252.

⁹² ENGRÁCIA ANTUNES in “*Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos*”, cit., p. 38. O autor salienta as assimetrias entre as partes pois, de um lado, estão entidades especializadas em investimento e, do outro lado, temos clientes que precisam de ser esclarecidos. Também constando esta situação vide GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., p. 42, que recorre às expressões “debilidade económica” e “debilidade funcional” para destacar o défice de recursos disponíveis e de conhecimentos e acesso à informação dos investidores. Igualmente, PEDRO BOULLOSA GONZALEZ, “*Qualidade da Informação*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 49, Dez. 2014, p. 2, que fala de uma “relação intrinsecamente desequilibrada entre intermediário financeiro – detentor de informação e poder de facto – e cliente – que detém o capital e assume os riscos inerentes à alocação do mesmo”.

⁹³ Sobre o assunto vide EDUARDO PAZ FERREIRA, “*A Informação no Mercado de Valores Mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 137-159; JOSÉ JOÃO DE AVILLEZ OGANDO, “*Os Deveres de Informação Permanente no Mercado de Capitais*” in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Vol. VIII, 2004, pp. 201-256; PEDRO MIGUEL RODRIGUES, “*A Intermediação Financeira: Em Especial, os Deveres de Informação do Intermediário Perante o Cliente*” in *Data Venia*, Ano 1, Nº 2, 2013, pp. 101-131. Relativamente à distinção entre conselhos, recomendações e informações cfr. SINDE MONTEIRO in “*Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*”, Almedina, 1989.

A obrigação de prestar informações⁹⁴ não está presente apenas no decurso da execução do serviço, faz-se logo sentir num momento antecedente que se revela essencial à decisão de investimento esclarecida. Assim, o intermediário está vinculado à prestação de informações prévias à decisão de investimento relacionadas, sobretudo, com a natureza e características do investimento e ainda com a sua própria estrutura empresarial. Posteriormente, deve ainda fornecer informações relativas à execução e aos resultados das operações, bem como comunicar as dificuldades que surjam na execução e os factos susceptíveis de justificar a modificação ou revogação das ordens/instruções emitidas pelo cliente, para além de prestar as informações solicitadas pelos clientes.

Porém, só será possível aferir o cumprimento destes deveres concretamente, na medida em que o grau de informação prestada varia consoante o tipo de investidor, ou seja, é ajustado às necessidades específicas⁹⁵. Esta adaptação consoante o concreto investidor também releva se considerarmos que a informação, embora provoque efeitos positivos na eficiência do mercado⁹⁶, implica custos. Por isso, a melhor solução não será necessariamente mais protecção, mas sim protecção capaz de colmatar as específicas debilidades de cada caso⁹⁷.

Outro meio de tutela dos investidores passa pela consagração de mecanismos de defesa dos seus interesses, prévios aos meios judiciais. No Cód. VM encontra-se a acção popular, as associações de defesa dos investidores, a mediação de conflitos e os fundos de garantia⁹⁸. À excepção das associações de defesa dos investidores, estes institutos destinam-se aos investidores não profissionais, mas todos têm em comum como *ratio* a salvaguarda das posições jurídicas e dos interesses dos investidores⁹⁹.

⁹⁴ Dever que só é plenamente respeitado quando a prestação da informação é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita – cfr. art. 7º n.º 1 do Cód. VM – o que significa que o legislador exige a prestação de informação de qualidade. Posto isto, a informação deverá incluir todos os elementos exigidos legalmente e aqueles que sejam relevantes considerando a situação concreta e estar em conformidade com a informação efectivamente produzida e com a realidade. Acresce que deverá ser prestada em tempo útil e com base em dados actualizados, de modo facilmente compreensível, rigoroso e conciso e em conformidade com os preceitos legais aplicáveis – vide PEDRO BOULLOSA GONZALEZ in “*Qualidade da Informação*”, cit., pp. 5 e ss.

⁹⁵ Também aqui o dever do intermediário conhecer o perfil e as características do investidor se demonstra essencial, de forma a informá-lo quanto a aspectos com influência para a decisão de investimento sobre os quais carece de dados informativos.

⁹⁶ A divulgação de informação e os deveres a ela associados realizam o princípio da transparência e, dessa forma, promove-se a credibilização no mercado e contribui-se para o aumento da confiança no mesmo. Conforme PAULA COSTA E SILVA in “*Direito dos Valores Mobiliários: Relatório*”, Coimbra Editora, 2005, p. 183: “O que se pretende é que haja um mercado que funcione em termos de grande transparência e eficácia, oferecendo o menor risco possível a quem negoceia”. Assim como, MANUEL ALVES MONTEIRO in “*A Ética na Análise Financeira*”, cit., p. 153, que salienta a estreita relação entre a eficiência e a superação das assimetrias informativas.

⁹⁷ Advertindo para este aspecto cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO in “*A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*”, cit., p. 347 e PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 32.

⁹⁸ Cfr. arts. 31º, 32º, 33º-34º e 35º-36º do Cód. VM, respectivamente.

⁹⁹ Sobre os mecanismos de tutela do investidor vide SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES in “*A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*”, cit., pp. 58 e ss; ANTÓNIO DA CUNHA REIS in “*A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliários*”, cit., pp. 6-11; OLIVEIRA ASCENSÃO in “*A Protecção do Investidor*”, cit., pp. 20-36; PAULO CÂMARA, “*O Sistema de Indemnização de*

Em suma, quer por imposição de deveres às entidades do mercado, quer pela criação de mecanismos de tutela, a intervenção do legislador é comandada por motivos de eficiência, regularidade e segurança no funcionamento do mercado criando as condições necessárias à consciencialização das decisões e dos riscos envolvidos, à transparência do mercado e à tutela da situação jurídica do investidor. Assim sendo, não se vislumbra o mérito da decisão, pois o investidor é auto-responsável; simplesmente se almeja a decisão esclarecida, ponderada e completa¹⁰⁰.

Investidores: Âmbito de Cobertura e Evolução Recente” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, 2011, pp. 43-64; ISABEL ALEXANDRE, “*Investidor Institucional, Não Institucional Equiparado e Investidor Comum*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra Editora, 2004, pp. 17-20.

¹⁰⁰ Invocando CARLOS OSÓRIO DE CASTRO in “*A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*”, *cit*, p. 337: “O investidor está defendido contra insuficiências ou inexactidões da informação posta ao seu dispor, mas é sobre ele que cai o ónus da decisão”.

CAPÍTULO II – O CONTRATO DE GESTÃO DE CARTEIRAS: ASPECTOS GERAIS DO REGIME

SUMÁRIO: 1. Noção e Caracterização do Tipo Contratual; 1.1 Noção de Contrato de Gestão de Carteiras; 1.2 Caracterização do Contrato; 1.2.1 Distinção entre Negócio de Cobertura e Negócio de Execução; 1.2.2 A Individualidade e a Discricionariedade como Traços do Tipo Contratual; 1.2.2.1 A Gestão Individualizada da Carteira; 1.2.2.2 A Discricionariedade na Actuação do Gestor; 1.2.3 A Carteira de Activos como Património Distinto; 2. Conteúdo do Contrato; 2.1 A Obrigação do Gestor como uma Obrigação de Meios; 2.2 A Actividade de Administração dos Bens que integram a Carteira; 2.2.1 A Gestão de Interesses Alheios; 2.2.2 A Rentabilização da Carteira; 2.3 Os Especiais Deveres do Gestor; 3. Natureza Jurídica do Tipo Contratual; 3.1 A Gestão de Carteiras como um Contrato de Intermediação Financeira; 3.2 A Gestão de Carteiras como um Contrato de Prestação de Serviços; 3.2.1 Modalidade de Mandato; 3.2.1.1 Das Obrigações das Partes; 3.2.2 Em Particular, o Mandato Comercial; 3.2.2.1 A Figura da Comissão; 3.3 Síntese Conclusiva; 4. Qualificação Jurídica do ponto de vista Jurisprudencial

1. Noção e Caracterização do Tipo Contratual

Após o estudo do capítulo antecedente encontram-se reunidas as condições para uma análise mais completa e esclarecedora do regime do contrato de gestão de carteiras, consagrado nos arts. 335º e 336º do Cód. VM. Partindo da noção conferida pelo legislador,

vejamos mais pormenorizadamente a caracterização do contrato objecto da presente investigação com o intuito de reunir todos os seus elementos essenciais e, assim, delinear o regime jurídico aplicável.

1.1 Noção de Contrato de Gestão de Carteiras

Com base no enquadramento prévio, em particular da constatação do crescimento da actividade de intermediação e da figura do intermediário como peça nuclear da relação jusmobiliária, depreende-se que a gestão de carteiras é uma actividade de intermediação financeira, mais concretamente, um serviço de investimento nos termos dos arts. 289º n.º 1 al. a) e 290º n.º 1 al. c) do Cód. VM.

De acordo com o disposto no art. 335º do Cód. VM, o contrato de gestão de carteiras é o negócio jurídico através do qual o investidor incumbe o gestor da tarefa de administrar um conjunto de bens - valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros – de forma a conservar e rentabilizar a carteira de activos que lhe foi entregue, mediante remuneração. Tarefa que é exercida em nome do cliente ou em nome próprio, como adiante se explicitará, mas sempre no interesse daquele, ou seja, de acordo com as indicações do cliente e segundo um programa de investimento previamente definido.

Nesse sentido, a gestão de carteiras tem inerente uma função gestória que se realiza pela prática sucessiva e prolongada no tempo de actos jurídicos traduzidos em decisões de investimento e desinvestimento consoante a política estabelecida, a quantidade e o tipo de bens que compõem a carteira objecto da administração. Assim sendo, poderá aludir-se à ideia de colaboração jurídica¹⁰¹, não com o intuito de submeter o contrato de gestão de carteiras à categoria dos contratos de cooperação, mas tão só para reflectir a finalidade subjacente ao contrato: o investidor, não querendo ou não podendo, entrega a gestão de determinado património a uma “entidade profissional, especialmente habilitada”¹⁰² que, com base nos seus conhecimentos técnicos, o auxiliará na prossecução do seu interesse de valorização da carteira através da prática de actos jurídicos.

¹⁰¹ PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, Reimp. da 4ª Ed. Revista e Actualizada, Coimbra Editora, 2010, p. 787; PAULO ALBERTO VIDEIRA HENRIQUES, “*A Desvinculação Unilateral ad nutum nos Contratos Cívís de Sociedade e de Mandato*”, *Stvdia Ivridica*, 54, Coimbra Editora, 2001, p. 112; por sua vez, JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, Almedina, 1989, pp. 88 e 89, fala em contrato de cooperação devido à cooperação jurídica existente entre os sujeitos pelo facto de “o titular do interesse se ter substituído na prática de um acto que é seu”.

¹⁰² ENGRÁCIA ANTUNES, “*Os Contratos de Intermediação Financeira*” in *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. 85, 2009, p. 296.

Será a partir deste conceito que se procederá, com maior detalhe e precisão, ao estudo do conteúdo do contrato, das suas principais marcas distintivas, bem como da natureza jurídica que assume trilhando-se, assim, o percurso que nos levará a densificar o dever de praticar os actos tendentes à valorização da carteira.

1.2 Caracterização do Contrato

A partir desta sucinta noção impõe-se a decomposição dos elementos enunciados através da caracterização do núcleo do tipo contratual. Como primeiras ideias poderemos elencar um conjunto de características gerais apontadas normalmente pela doutrina¹⁰³: contrato nominado, típico, bilateral, formal quando celebrado com investidores profissionais ou não profissionais¹⁰⁴, de adesão¹⁰⁵, sinalagmático, oneroso e duradouro.

Para além disso, decorre da noção apresentada, e poderá desde já adiantar-se remetendo para momento ulterior os seus desenvolvimentos, o carácter *intuitu personae*¹⁰⁶ no sentido de a gestão de carteiras assentar numa relação de confiança já que o investidor confia ao gestor, em função das suas competências profissionais, a prossecução dos seus interesses. Por conseguinte, a aferição do cumprimento do dever de zelo e cuidado guia-se por um padrão de extrema exigência exactamente por estar em causa uma relação gestória de interesses alheios¹⁰⁷.

De seguida, serão tratados os principais aspectos que dão forma à identidade do contrato de gestão de carteiras.

¹⁰³ ENGRÁCIA ANTUNES in “Os Contratos de Intermediação Financeira”, *cit.*, p. 296; MENEZES LEITÃO, “O Contrato de Gestão de Carteiras” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 51, Nº 1, 2015, pp. 112 e 121; ANA AFONSO, “O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro” in *Jornadas. Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, p. 70; CARNEIRO DA FRADA, “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras” in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69 – Vol. III/IV, 2009, pp. 654 e 655.

¹⁰⁴ Cfr. art. 321º n.º 1 do Cód. VM que exige a redução a escrito.

¹⁰⁵ Cfr. art. 321º n.º 2 do Cód. VM; se outrora o legislador exigia a comunicação prévia à CMVM das cláusulas contratuais gerais apostas no contrato de gestão de carteiras celebrado com investidores não profissionais, tal imposição já não encontra fundamento no Cód. VM após a revogação do n. 4 do referido preceito legal.

¹⁰⁶ Cfr. MIGUEL PUPO CORREIA in “Direito Comercial: Direito da Empresa”, Reimp. da 13ª Ed. Revista e Actualizada, Ediforum, 2017, p. 553; MENEZES CORDEIRO in “Tratado de Direito Civil”, Vol. V – Parte Geral, 3ª Ed., Almedina, 2017, p. 105 e “Direito Comercial”, 4ª Ed. Revista, Actualizada e Aumentada, Almedina, 2016, p. 549; ANA AFONSO in “O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro”, *cit.*, pp. 70 e 71; MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)”, Dissertação de Mestrado, FDUL, p. 58.

¹⁰⁷ Socorremo-nos da seguinte afirmação proferida por MENEZES CORDEIRO in “Tratado de Direito Civil”, Vol. V, *cit.*, p. 105: “o mandante espera, em regra, que o mandatário faça uso da destreza de que ele sabe ser este capaz”.

1.2.1 Distinção entre Negócio de Cobertura e Negócio de Execução

Aquando do estudo das actividades exercidas pelo intermediário encaixou-se a gestão de carteiras nas operações por conta alheia. Ora, é neste tipo de operações que se procede à distinção entre os negócios jurídicos de cobertura e os negócios jurídicos de execução¹⁰⁸.

O contrato de gestão de carteiras é um exemplo de um negócio de cobertura, pois é através da sua celebração que o cliente confere ao intermediário legitimidade para realizar determinados negócios no âmbito da administração da carteira – os designados negócios jurídicos de execução. Por isso, é frequente na doutrina a consideração como um contrato-quadro¹⁰⁹ por integrar e regular o conteúdo dos negócios a celebrar no futuro ao abrigo deste.

Os negócios jurídicos de execução, por sua vez, são celebrados entre o gestor e terceiros por conta e no interesse do cliente e prendem-se, no essencial, com a aquisição e alienação de valores mobiliários. O risco da actividade desenvolvida pelo gestor corre por conta do cliente já que o gestor celebra os negócios de execução no interesse daquele encontrando-se somente sujeito ao risco da violação dos deveres aos quais está vinculado no exercício da sua profissão e pelo contrato celebrado com o cliente¹¹⁰. Neste ponto, poderá questionar-se a responsabilidade do intermediário pelas obrigações resultantes destes negócios de execução celebrados com terceiros.

Seguindo o raciocínio apresentado, não será plausível a consagração de uma obrigação *del credere* dos intermediários, como já havia defendido CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA não só para os casos em que o intermediário actua em nome próprio mas por conta do cliente, como também para as situações de actuação em nome do cliente¹¹¹. Mais recentemente, MENEZES LEITÃO pronunciou-se quanto a este aspecto no sentido da existência desta obrigação de garantia face ao regime em vigor, mais especificamente a

¹⁰⁸ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “*As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*”, cit., pp. 291-309. Recorde-se que o Autor enquadra, em primeira linha, a gestão de carteiras no grupo das actividades de prestação de serviços admitindo apenas a qualificação como operações de conta alheia “quando haja atribuição de poderes” para a sua realização – p. 293.

¹⁰⁹ Cfr. MENEZES LEITÃO in “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, cit., p. 134 e “*O Contrato de Gestão de Carteiras*”, cit., pp. 111 e 113.

¹¹⁰ JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA, “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 24, Nov. 2006, p. 297 em nota de rodapé.

¹¹¹ In “*As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*”, cit., pp. 304 e ss. Diga-se que aquando dos comentários feitos pelo autor citado vigorava ainda o Cód. MVM sendo que a opinião formulada tinha como ponto de partida a norma do art. 183º n.º 1 do código revogado.

norma do art. 334º n.º 1 alínea a) do Cód. VM¹¹². Em sentido oposto, encontra-se na doutrina ANA AFONSO que, na sua óptica, entende ser “mais adequado manter aqui a regra geral predisposta para o mandato”¹¹³.

Contrabalançando as duas posições apresentadas, crê-se que no contrato de gestão de carteiras a obrigação *del credere* não decorre da lei, pelo contrário, está na diponibilidade das partes. Desde logo, por razões de integração sistemática da norma jusmobiliária que prevê esta obrigação, pois está inserida na secção II, intitulada “Ordens”, do capítulo II do Cód. VM dedicado aos contratos de intermediação. Depois, por razões de ordem histórica, nomeadamente quando se atende à evolução legislativa operada com a entrada do novo código e a revogação do Cód. MVM, diploma que também previa uma norma de conteúdo semelhante à actual norma do art. 334º n.º 1 al. a) do Cód. VM.

Pelo que os indícios apontam para a limitação do campo de aplicação da actual norma especificamente às ordens, ao passo que a norma do art. 183º n.º 1 do Cód. MVM, inserido num capítulo dedicado a disposições gerais, apresentava-se como uma regra geral, ou seja, aplicável a todas as operações de conta alheia realizadas pelo intermediário. Perante isto, se o legislador pretendesse manter a natureza geral da norma, na redacção do código em vigor teria inserido a disposição legal do art. 334º n.º 1 al. a) na secção das regras gerais que regem todos os contratos de intermediação.

Retomando a distinção que nos ocupa, o negócio de cobertura, logo, o contrato de gestão de carteiras é condição necessária à celebração dos negócios de execução. Significa que o negócio de cobertura é o gerador da obrigação de realizar os negócios de execução, ou seja, estes pressupõem aquele. Se o negócio de cobertura, *maxime* o contrato de gestão de carteiras, pode ser celebrado acompanhado ou não da atribuição de poderes representativos, na mesma medida, os negócios de execução poderão realizar-se em nome do investidor ou em nome do intermediário. Tudo irá depender de como o negócio de cobertura foi configurado pelas partes.

Duas outras possibilidades, como nos dá conta CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, são as situações em que o negócio de execução se realiza por conta do próprio intermediário, isto

¹¹² In “*O Contrato de Gestão de Carteiras*”, *cit.*, p. 115.

¹¹³ In “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, *cit.*, p. 86. Quer no mandato comercial, mais concretamente na comissão, quer no mandato civil o regime instituído confere às partes liberdade para estipularem a obrigação *del credere*, sendo que na sua falta vigoram as disposições legais, o que implica que o mandatário não será responsável pelo incumprimento das obrigações dos terceiros com quem contrata – cfr. art. 269º do C. Com e art. 1183º do C. C.

é, quando actua como contraparte no negócio e quando o intermediário encarrega um outro de executar o negócio¹¹⁴. De todo o modo, as partes dispõem da faculdade de estipular cláusulas que regulem esta matéria, nomeadamente que limitem ou proíbam a sub-contratação, face à relação de confiança que o investidor desenvolve com o gestor.

Remata-se a distinção entre negócio de cobertura e negócio de execução, salientando que apenas o primeiro poderá ser qualificado como contrato de intermediação financeira¹¹⁵ porque é o único que tem por objecto um serviço de investimento. Por sua vez, os negócios de execução são uma decorrência da actividade de intermediação financeira levada a cabo pelo intermediário, à qual se obrigou por força da celebração do contrato de cobertura.

1.2.2 A Individualidade e a Discricionariade como Traços do Tipo Contratual

1.2.2.1 A Gestão Individualizada da Carteira

O contrato de gestão de carteiras pauta-se pela existência de um interesse de investimento do titular do património objecto da gestão já que pretende a sua rentabilidade, ou seja, tenciona retirar vantagens desse conjunto de bens por via da implementação de uma política de investimento a executar pelo gestor. Face a isto, há que realçar que uma das características do contrato é precisamente a gestão individualizada¹¹⁶, o que permite diferenciá-lo da gestão de instituições de investimento colectivo. Esta característica obriga o gestor a adaptar a actividade gestória ao cliente em concreto, nomeadamente ao seu perfil como investidor e aos seus objectivos.

Neste particular, o dever do intermediário conhecer o cliente impõe-se de modo mais vincado porque, para além de ter a obrigação de se informar acerca das características do investidor para que possa prestar os serviços de investimento de forma adequada, o que é

¹¹⁴ In “*As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*”, cit., pp. 298 e ss. Também sobre as formas de actuação do intermediário, LUÍS DE LIMA PINHEIRO, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra Editora, 2009, p. 155.

¹¹⁵ Posição defendida por JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA in “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*”, cit., pp. 297 e 298 e MENEZES LEITÃO in “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, cit., p. 133 e “*O Contrato de Gestão de Carteiras*”, cit., p. 110.

¹¹⁶ Assim o consagra expressamente a lei no art. 335º n.º 1 do Cód. VM, bem como a doutrina o sublinha. A título meramente ilustrativo, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “*Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*”, cit., p. 122; RUI PINTO DUARTE, “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*” in *Cadernos 7*, 2000, p. 355; MARIA VAZ DE MASCARENHAS, “*O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 13, Almedina, 2002, p. 117; ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 60; MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., p. 42.

transversal a todas as actividades de intermediação financeira, na gestão de carteiras este dever desempenha uma outra função ligada à própria natureza do contrato. É que o gestor tem efectivamente que conhecer o seu cliente para que o cumprimento da obrigação principal à qual está adstrito se efectue em absoluta conformidade com o regime legal. Isto porque, o gestor não se desonera da sua prestação com a simples administração da carteira; essa administração tem que ser individualizada, isto é, tem que corresponder aos interesses daquele cliente em específico, tem que ser desenvolvida em consonância com o tipo de investimento pretendido, a fim de realizar ou, pelo menos, de ter feito tudo o que lhe era exigível para concretizar os objectivos que o cliente tinha em vista com a administração da carteira.

Desta feita, uma gestão individualizada significa que toda a actividade gestória deve orbitar em torno dos interesses do cliente, atendendo ao tipo de operações pelas quais tem preferência, *v.g.*, se mostra abertura para a realização de operações que envolvam instrumentos sofisticados ou se prefere as mais tradicionais, considerando aspectos como a vontade de internacionalizar os investimentos, o prazo das operações, a sua aversão ao risco e os limites do investimento.

1.2.2.2 A Discricionariedade na Actuação do Gestor

Por outro lado, se é certo que o gestor prossegue o interesse do cliente e está vinculado ao plano gestório definido e às possíveis ordens vinculativas que o cliente emita, a circunstância de gerir um acervo patrimonial alheio não implica, nem pode em momento algum interferir no carácter discricionário que caracteriza a gestão¹¹⁷. Embora, a letra da lei não utilize o adjectivo ‘discricionária’ para qualificar a gestão, como o anteprojecto do Cód. VM previa¹¹⁸, compreende-se que não deixa de ser um traço do tipo contratual, visto que o gestor é um profissional com conhecimentos técnicos e especializados, logo, é aquele que se encontra em melhor posição para tomar decisões ponderadas e conscientes dos

¹¹⁷ Como bem salienta JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, *cit.*, p. 96, e transportando para o universo da gestão de carteiras, “a orientação programática e gestória do mandante [leia-se cliente] não quebra, porém, a autonomia do mandatário [leia-se gestor]”.

¹¹⁸ Como nos dá conta RUI PINTO DUARTE in “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 367, o legislador ao referir-se à gestão discricionária da carteira pretendia salientar a autonomia do gestor, no entanto, acabou por abandonar esta formulação porque “tinha o inconveniente de propiciar a acentuação da discricionariedade, com reflexos no grau de protecção do cliente”.

riscos e implicações que daí advenham.

Secundando MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA, saliente-se que “no âmbito de actuação no mercado de valores mobiliários essa discricionariedade torna-se mais ampla devido às assimetrias de informação”¹¹⁹ existentes entre o cliente, normalmente um investidor não profissional, e o gestor. Ora, se o investidor, que na maioria dos casos não se encontra capacitado para agir no mercado e rentabilizar os bens mobiliários que lhe pertencem, opta por entregar a gestão da carteira a um profissional, então, terá que deixar o gestor actuar e executar o programa gestório.

Uma gestão discricionária não significa uma gestão arbitrária, desde logo, porque a actuação do gestor é conformada por disposições normativas que estabelecem deveres e princípios a observar no exercício da actividade de intermediação. Em segundo lugar, a gestão será delineada pelo programa definido atendendo ao próprio perfil do cliente (se é um investidor de cariz mais conservador ou se demonstra maior abertura ao risco), aos seus objectivos, ao tipo de bens e de operações que pretende realizar. Em suma, e citando PAULO CÂMARA, o gestor tem “a margem decisória para praticar as decisões de investimento adequadas à política de gestão contratualmente definida”¹²⁰.

Um aspecto relevante diz respeito aos limites que a própria intervenção do cliente deve ter na actividade do gestor. Apesar de a actuação deste último ser “vinculada ou dirigida, uma vez que se encontra circunscrita aos limites gestórios traçados”¹²¹, as instruções dadas pelo cliente não devem ser intrusivas, devendo conceder-se margem para que o gestor possa realizar a gestão. Seguindo a apreciação de PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, “as concretizações minuciosas e desnecessárias na enumeração dos poderes conferidos” contribuem para aumentar o risco do não cumprimento dos objectivos estabelecidos¹²². Por estas razões, tende-se a pensar que uma gestão ‘direccionada’, segundo a qual o gestor limita-se a propor as operações a realizar e o cliente decide sobre a sua execução, não vai ao encontro da gestão pensada pelo legislador quando definiu o regime aplicável ao contrato de gestão de carteiras.

Com efeito, não se poderá partilhar a opinião expressa por PEDRO PAIS DE

¹¹⁹ In “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., p. 112.

¹²⁰ In “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 449.

¹²¹ JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, cit., p. 91.

¹²² In “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, cit., p. 792, em comentário ao art. 1159º n.º 2 do C.C. que estabelece que o mandato abrange todos os actos necessários à sua execução mesmo que não referenciados no mandato, o que demonstra como o mandatário goza de flexibilidade e liberdade na sua actuação, tal como acontece na gestão de carteiras.

VASCONCELOS que admite que no limite a gestão poderá ficar condicionada à consulta e acordo do cliente quanto a todos os aspectos da administração¹²³. Diversamente, defende-se que o contrato terá por base uma gestão ‘discricionária’, o que significa que, de um modo geral, o gestor tem liberdade (não total pela faculdade do cliente emitir ordens vinculativas) para realizar as operações que considere mais adequadas e convenientes sem necessitar de consultar ou avisar o cliente, ou seja, não tem que se verificar necessariamente uma intervenção prévia deste último¹²⁴. Em moldes generalizados será assim, mas concretamente os termos e as condições da liberdade de actuação do gestor poderão ser ajustados através do conteúdo contratual fixado.

Por último, lembre-se que é intrínseco à estrutura do contrato, principalmente por ter em vista a prática sucessiva de actos, que a prestação do gestor seja dotada de uma certa indeterminação, cuja extensão será variável consoante a vontade das partes entre um mínimo exigível pela própria natureza do contrato e um máximo que não afaste a emissão de ordens vinculativas. Assim o é porque o gestor não é “um mero ‘agente executivo’”, diversamente, é dotado de “ampla autonomia”¹²⁵ com a nuance de não arredar por completo o cliente do controlo da gestão da carteira, salvo quando se estipule uma rendibilidade mínima, casos em que a autonomia já será absoluta.

1.2.3 A Carteira de Activos como Património Distinto

A carteira objecto da gestão pode integrar bens de outra natureza que não os tradicionais valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Não é por esta circunstância que quanto a estes se deixará de aplicar o regime previsto no Cód. VM, apenas se excluindo para os restantes bens¹²⁶. Desta forma, as regras reguladoras do

¹²³ “O Mandato Bancário” in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Vol. II – Direito Bancário, Almedina, 2002, p. 145.

¹²⁴ Abordando a distinção entre contratos de gestão ‘direccionada’ e contratos de gestão ‘discricionária’ vide MARIA VAZ DE MASCARENHAS in “*O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*”, cit., pp. 118 e 119 e MENEZES LEITÃO in “*O Contrato de Gestão de Carteiras*”, cit., p. 111. Também ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 61, trata desta problemática considerando que a gestão ‘direccionada’, à qual se refere utilizando o conceito gestão ‘assistida’, “não constitui verdadeiramente um contrato de gestão de interesses alheios porque não há uma dissociação entre propriedade e gestão decisória”. Por sua vez, MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., pp. 67 e 69, opta pelo conceito de gestão ‘assessorada’ defendendo que a figura se situa entre o contrato de gestão de carteiras por conta de outrem e o contrato de consultoria, acabando por a reconduzir a um sub-tipo da gestão de carteiras.

¹²⁵ JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, cit., pp. 96 e 97. Também acentuando o carácter discricionário, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “*Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*”, cit., p. 122.

¹²⁶ Defendendo esta opinião, RUI PINTO DUARTE in “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, cit., pp. 355 e 356.

contrato de gestão de carteiras são aplicáveis à parte da carteira composta por qualquer instrumento financeiro *lato sensu*¹²⁷.

A carteira é composta por um conjunto de bens semelhantes e que estão destinados ao mesmo fim de administração pelo gestor¹²⁸. Trata-se de uma “massa patrimonial, economicamente distinta do património do titular”¹²⁹ com uma especial destinação e sujeita a administração separada, visto que tem como fim a sua conservação e incremento através da realização de operações financeiras que são levadas a cabo pelo gestor, a quem compete a administração apenas daquela massa de bens e não do património global do investidor. No entanto, não reúne os requisitos jurídicos que conduzem ao estatuto de património autónomo¹³⁰, nomeadamente no que diz respeito à previsão de disposição normativa que o consagre expressamente e ao regime de responsabilização pelas dívidas.

Note-se que o património autónomo consiste numa massa patrimonial separada e, por isso, não é um património de afectação geral, pois “só responde e responde só ele por certas dívidas”¹³¹. Isto significa que não responde por outras dívidas que não aquelas que estão afectas a ele e por essas dívidas só o património autónomo poderá responder, não se responsabilizando o património geral. Diversamente, o conjunto de bens que compõem a carteira não se rege por este regime sendo que se verifica uma afectação a qualquer dívida do seu titular.

Mas, se a carteira não se apresenta como um património separado relativamente ao património geral do seu titular, a situação já será diferente se o ponto de comparação for o património pessoal do gestor e das outras carteiras que gere. Em relação a estes patrimónios

¹²⁷ Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, *cit.*, p. 284. O autor explica que os contratos de intermediação financeira têm por objecto mediato além das acções, obrigações, unidades de participação, direitos destacados, etc., os instrumentos monetários e os instrumentos derivados.

¹²⁸ ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, *cit.*, p. 297 em nota de rodapé, fala de “um acervo unitário de bens homogéneos afectos a um destino comum e unitário de administração”. MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, *cit.*, p. 62, entende que se trata de “um conceito económico-financeiro utilizado para agregar numa só fórmula todo o património susceptível de uma administração financeira”.

¹²⁹ FÁTIMA GOMES, “*Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*” in *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, p. 588. Por sua vez, PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 450, fala numa “massa patrimonial segregada”.

¹³⁰ Acerca da noção de património autónomo *vide* JOÃO DE CASTRO MENDES in “*Direito Civil: Teoria Geral*”, Vol. I, AAFDL, 1997, pp. 96 e 97; LUÍS A. CARVALHO FERNANDES in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, Vol. I – Introdução, Pressupostos da Relação Jurídica, 6ª Ed. Revista e Actualizada, Universidade Católica Editora, 2012, pp. 158-160; OLIVEIRA ASCENSÃO in “*Direito Civil: Teoria Geral*”, Vol. III – Relações e Situações Jurídicas, Coimbra Editora, 2002, pp. 126 e 127; CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, 4ª Ed., Coimbra Editora, 2012, pp. 347 e 358.

¹³¹ CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, *cit.*, p. 348. O autor esclarece que estas dívidas são aquelas que se encontram “relacionadas com a função específica, com a finalidade ou afectação especial” do património autónomo.

a carteira já se assume como património separado¹³², garantindo que o seu titular não será prejudicado por eventuais dívidas de terceiros.

Por regra, tratar-se-á de uma carteira minimamente diversificada e com um valor patrimonial de média a grande dimensão, pois entende-se que incumbir a gestão a um especialista, só será rentável nestes casos¹³³. Por um lado, a entrega da gestão a um profissional acarreta custos que só serão compensados se estivermos a falar de uma carteira de volume significativo; por outro, somente mediante carteiras com estas características é que se reclama a intervenção de alguém especializado e dotado das capacidades necessárias à análise do mercado, na medida em que estas carteiras envolvem um grau de complexidade maior e exigem uma certa destreza para actuar eficazmente no mercado, realizar as operações que tragam maior rentabilidade e que se afiguram mais adequadas a gerir os riscos do investimento.

2. Conteúdo do Contrato

2.1 A Obrigação do Gestor como uma Obrigação de Meios

A prestação principal do gestor – praticar os actos tendentes à valorização da carteira – deve ser classificada como uma obrigação de meios¹³⁴. Relembrando este conceito, que se contrapõe à obrigação de resultado, já PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA ensinavam que “nas primeiras, o devedor estaria apenas vinculado a empregar certa diligência para satisfazer o interesse fundamental do credor (...); nas outras (...) o devedor comprometer-se-ia a conseguir o resultado almejado, não apenas a tentar obtê-lo”¹³⁵. Ou seja, nas obrigações de meios o devedor apenas se vincula a desenvolver com a devida prudência uma determinada actividade que visa atingir um resultado, porém, não fica adstrito à sua

¹³² ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 65.

¹³³ ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 297 em nota de rodapé, chama a atenção para este aspecto sustentando-se em doutrina estrangeira. Do mesmo modo, ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 56.

¹³⁴ Posição que é pacificamente adoptada pela doutrina: PAULO CÂMARA in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 450; ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 298; ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 78; CARNEIRO DA FRADA in “*Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*”, cit., p. 662.

¹³⁵ In “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, cit., p. 44, em anotação ao art. 791º do C.C. Igualmente, ALMEIDA COSTA in “*Direito das Obrigações*”, Reimp. da 12ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2018, pp. 1039 e 1040 e MENEZES LEITÃO in “*Direito das Obrigações*”, Vol. I, 15ª Ed., Almedina, 2018, pp. 137 e 138, embora este último Autor considere que não existe base no nosso ordenamento jurídico para esta distinção porque em ambas o devedor obriga-se a uma conduta e o credor pretende sempre um resultado.

efectiva verificação como acontece nas obrigações de resultado.

Nesse sentido, o gestor está tão só obrigado no exercício da administração a empregar todos os esforços que lhe são exigidos, adoptando na execução da gestão a conduta correspondente ao profissional diligentíssimo e prudente, conhecedor do mercado e com atributos técnicos especializados para actuar no meio. Por isso, não se poderá formular um juízo acerca da diligência do gestor no que à valorização da carteira diz respeito única e simplesmente olhando para o resultado do acto em si¹³⁶.

Para além disso, as variações no valor do património que compõe a carteira, a hipótese de os resultados da valorização não corresponderem às expectativas do cliente e até uma possível desvalorização correm por conta e risco do cliente, pois são vicissitudes que fazem parte da natureza do contrato, são, nas palavras de CARNEIRO DA FRADA, “elementos naturais do negócio”¹³⁷. Posto que, o gestor não será responsável pelas eventuais perdas a não ser que se tenha vinculado a uma garantia de desempenho fundada na estipulação de uma rendibilidade mínima.

É a própria lei que prevê esta possibilidade, como decorre do art. 336º n.º 2 Cód. VM, sendo que, nestes casos, o gestor compromete-se a atingir um determinado resultado¹³⁸. Se porventura o contrato prever esta garantia de desempenho o gestor não ficará desonerado da obrigação de exercer uma gestão que procure a valorização da carteira, que é a prestação típica do negócio jurídico¹³⁹. A fixação de uma rendibilidade mínima implica tão só um risco assumido pelo gestor; digamos que é um ‘plus’ à sua obrigação principal de praticar todos os actos tendentes à valorização da carteira.

Obviamente que a responsabilidade do gestor não está excluída quando as perdas ou a falta de incremento da carteira decorram da violação dos deveres aos quais está adstrito. O gestor será responsabilizado quando estejam em causa factores relacionados com a sua conduta, que lhe possam ser imputados e não factores que, mesmo mediante a conduta de um profissional diligentíssimo, não seriam evitáveis por lhe serem completamente alheios e encontrarem-se fora do seu domínio.

¹³⁶ FÁTIMA GOMES in “*Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*”, cit., p. 585 em nota de rodapé.

¹³⁷ In “*Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*”, cit., p. 660. O Autor conclui evidenciando que o contrato de gestão de carteiras é um “negócio de risco” – p. 663.

¹³⁸ MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., p. 69, considera mesmo que o gestor fica adstrito a uma obrigação de resultado.

¹³⁹ Neste sentido, CARNEIRO DA FRADA in “*Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*”, cit., pp. 664 e 665.

2.2 A Actividade de Administração dos Bens que integram a Carteira

Relativamente ao acto propriamente dito de administrar poderá questionar-se qual a sua amplitude quando se fala de administração ao abrigo de um contrato de gestão de carteiras. Por outras palavras, o contrato poderá resumir-se a uma simples gestão/administração ou trata-se efectivamente de uma gestão de carteiras *proprio sensu* da qual fazem parte as operações de subscrição, compra e venda de valores mobiliários¹⁴⁰?

Neste ponto, abordar-se-á este aspecto discorrendo-se, de seguida, acerca das razões que justificam a posição aqui adoptada da utilização do conceito de administração em sentido lato e, conseqüentemente, de uma gestão onde a realização de operações pertence ainda ao seu foro¹⁴¹.

2.2.1 A Gestão de Interesses Alheios

O núcleo da gestão de carteiras assenta numa “actividade complexa de administração de bens alheios”¹⁴², isto porque o gestor assume a administração de um acervo patrimonial que não lhe pertence, cuja titularidade é de um terceiro, o seu cliente. Como bem o retrata CARNEIRO DA FRADA este é um “contrato de curadoria de interesses alheios”¹⁴³.

Esta característica encontra-se intimamente ligada à *ratio* do contrato de gestão de carteiras. Se o investidor incumbe o gestor da prática de actos jurídicos no decurso da execução da administração de uma carteira de instrumentos financeiros, ao invés de ele próprio, a título pessoal, a exercer, é patente que o gestor assume uma gestão alheia. O interesse prosseguido pelo gestor é um interesse de outrem, do seu cliente¹⁴⁴, pese embora também ele não deixe de ter um interesse na realização da tarefa que lhe foi incumbida, como adiante se perceberá.

¹⁴⁰ Fazendo alusão a estes dois tipos de gestão vide MARIA VAZ DE MASCARENHAS in “*O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*”, cit., pp. 119 e 120.

¹⁴¹ Defendendo a posição aqui assumida do conceito amplo de administração vide ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., pp. 59 e 60.

¹⁴² ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 297. Com a mesma perspectiva ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 55.

¹⁴³ In “*Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*”, cit., p. 655.

¹⁴⁴ Como refere MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., p. 42 em nota de rodapé, “o gestor tem o dever de actuar em primeira linha no interesse do titular da carteira”.

Desta forma, este interesse prosseguido pelo gestor consiste na conservação e rentabilização da carteira do cliente por ser aquele que se encontra numa posição mais favorável e apto à sua execução. O investidor prefere confiar os seus interesses e objectivos ao gestor em vez de ser ele próprio a desenvolver a actividade e, assim, fica nas mãos do gestor o seu exercício, mas com repercussões na esfera do cliente por ser a ele e só a ele que a mesma diz respeito, apesar de não ser executada por si.

2.2.2 A Rentabilização da Carteira

Pelo até exposto, constatou-se que por intermédio do contrato de gestão de carteiras o gestor tem a seu cargo a gestão de uma carteira pertencente a um terceiro que tem em vista não apenas a sua conservação como também a sua valorização, tal como decorre da própria lei. Posto que, gerir no sentido de conservar é diferente de gerir com o intuito de frutificar, de valorizar. Ora, estas considerações remetem para conceitos de direito civil, mais precisamente os conceitos de actos de administração, e dentro destes a administração ordinária e a administração extraordinária, e de actos de disposição¹⁴⁵.

Partindo da finalidade e da estrutura do tipo contratual é indubitável que a administração do gestor engloba todos estes actos. Se na esfera do gestor nasce a obrigação de praticar todos os actos tendentes à valorização da carteira, o cumprimento deste dever nunca será atingido através de uma mera administração. Como advém do conceito civilista, a administração ordinária circunscreve-se aos actos que visam a conservação, o uso e a frutificação normal dos bens administrados¹⁴⁶.

Portanto, a actividade gestória não poderá contentar-se com a prática de actos correntes, de simples conservação dos bens. Se por via legal se impõe a valorização da carteira e se o cliente entrega a administração ao gestor porque quer rentabilizá-la, é imperioso a prática de actos que impliquem um investimento diversificado do capital administrado. Ou seja,

¹⁴⁵ Na doutrina *vide* MANUEL ANDRADE in “*Teoria Geral da Relação Jurídica*”, Vol. II – Facto Jurídico, em especial Negócio Jurídico, 9ª Reimp., Almedina, 2003, pp. 59 e ss.; JOÃO DE CASTRO MENDES in “*Direito Civil: Teoria Geral*”, *cit.*, pp. 347 e 348; LUÍS A. CARVALHO FERNANDES in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, Vol. II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica, 5ª Ed. Revista e Actualizada, Universidade Católica Editora, 2014, pp. 597 e ss.; OLIVEIRA ASCENSÃO in “*Direito Civil: Sucessões*”, 5ª Ed. Revista, Coimbra Editora, 2000, p. 484; PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. VI, Reimp. da Ed. de 1998, Coimbra Editora, 2011, pp. 71 e 72; CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, *cit.*, pp. 407-410.

¹⁴⁶ Esta noção é patente, por exemplo, no direito das sucessões em relação à administração da herança – cfr. OLIVEIRA ASCENSÃO in “*Direito Civil: Sucessões*”, *cit.*, p. 484 e PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. VI, *cit.*, pp. 71 e 72. Para uma ideia geral de actos de administração ordinária, cita-se LUÍS A. CARVALHO FERNANDES in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, Vol. II, *cit.*, p. 599: “os que se traduzem no uso, fruição, conservação e melhoria dos elementos estáveis do património [aqueles com tendência para nele se manterem] e no consumo ou alienação normais dos seus elementos instáveis [que tendem a sair do património]”.

mais do que uma simples administração insere-se na obrigação do gestor a prática de actos de administração extraordinária, que “ultrapassam os limites de uma administração corrente”¹⁴⁷, e de actos de disposição¹⁴⁸, como a aquisição, alienação e substituição de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros.

Neste aspecto, o regime do contrato de gestão de carteiras apresenta uma especificidade ao conferir maior latitude aos poderes de administração do gestor, sem prejuízo de contratualmente as partes clausularem limitações, ao invés de o legislador delimitar e as partes, querendo, concederem poderes especiais para a prática de actos de administração extraordinária e actos de disposição, como decorre do regime geral civilista.

Resumindo, a administração deve incluir todos os actos que permitam a conservação e frutificação dos valores que integram a carteira no sentido do seu incremento, o que implica a prática de actos de disposição não ficando o gestor condicionado ao “capital na forma ou composição que tinha quando lhe foi confiada a sua administração”¹⁴⁹. Para tal, é necessário que o termo ‘administração’ não seja interpretado restritamente por não se coadunar de todo com a natureza do contrato de gestão de carteiras. A execução do contrato desenvolve-se no mundo mercantil, mais propriamente no sector financeiro, e, por isso, o conceito de ‘administração’ será mais dinâmico face ao conceito tradicional civilista, de forma a, e citando ANA AFONSO, “dar primazia à actividade do tipo produtivo sobre a actividade do tipo conservador”¹⁵⁰. Assim, administrar a carteira mais do que gerir esse património, no seu sentido puro, significa, segundo CARNEIRO DA FRADA, liquidar títulos, investir, desinvestir, reinvestir e diversificar¹⁵¹.

Um entendimento diverso não seria viável na realidade subjacente, pois não se pode esquecer o dinamismo dos mercados financeiros e o risco que é intrínseco às operações que nele se realizam, o que significa que qualquer acto que o gestor pratique implica uma dose de risco só pelo simples facto de a carteira que gere ser composta por instrumentos financeiros *lato sensu*. É, portanto, natural as oscilações na carteira e as constantes alterações na sua composição não podendo a actividade do gestor se resumir a uma “gestão

¹⁴⁷ LUÍS A. CARVALHO FERNANDES in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, Vol. II, *cit.*, p. 602.

¹⁴⁸ Segundo a definição dada por MANUEL ANDRADE in “*Teoria Geral da Relação Jurídica*”, Vol. II, *cit.*, p. 62, são actos que alteram “a própria substância do património administrado, que importem a substituição de uns bens por outros”. Como alerta CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, *cit.*, p. 410, nem todas as alienações são enquadradas nos actos de disposição: é o caso das alienações dos frutos e aquelas que integram as finalidades da administração ordinária.

¹⁴⁹ MANUEL ANDRADE in “*Teoria Geral da Relação Jurídica*”, Vol. II, *cit.*, p. 64.

¹⁵⁰ In “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, *cit.*, p. 59.

¹⁵¹ In “*Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras*”, *cit.*, p. 652.

comedida e limitada”¹⁵² à manutenção do património quando a carteira afigura-se como um “património de exploração”¹⁵³, devido às finalidades de incremento e rentabilização subjacentes à administração. Para além de que a modificação dos bens não afecta a identidade da carteira, uma vez que gozam da característica da substituibilidade¹⁵⁴.

2.3 Os Especiais Deveres do Gestor

No exercício da sua actividade profissional o intermediário deve obedecer a um extenso leque de deveres. São esses deveres, em especial os deveres de informação, que assumem um papel de destaque no Cód. VM como reflexo da preocupação do legislador em regulamentar esta matéria. Ainda assim, surgem certas áreas específicas onde a sua relevância é premente e, daí, serem dotados de singular importância.

O contrato de gestão de carteiras é uma delas, como bem constata PEDRO BOULLOSA GONZALEZ quando afirma que são as suas “especificidades que impõem maior exigência a respeito de deveres de informação”. Seguindo o referido Autor, a gestão de carteiras tem a particularidade de provocar uma “dissociação subjectiva” porque aquele que administra a carteira, toma as decisões e executa os actos não é aquele que detém o capital, que o investe e, conseqüentemente, assume os riscos. Por essa razão, os deveres de informação são essenciais para o controlo da actividade desenvolvida¹⁵⁵.

Previamente importa recordar que as reflexões apresentadas nos pontos 2.1.2 e 2.2.2 do capítulo I, relativas aos deveres do intermediário, têm inteira aplicabilidade ao contrato de gestão de carteiras pelo que, para não entrar em repetições, neste ponto o objectivo será aludir aos aspectos que apresentem especificidades precisamente pelo facto de a relação jurídica estabelecida assentar neste tipo contratual.

Como primeira nota, no vasto conjunto de informações que devem ser prestadas pelo intermediário, confere-se especial atenção a determinadas menções, plasmadas no art. 312º do Cód. VM. Repare-se, *v.g.*, na obrigação de esclarecer o cliente quanto aos instrumentos financeiros propostos, à estratégia de investimento, ao risco envolvente nas operações a

¹⁵² CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO in “*Teoria Geral do Direito Civil*”, *cit.*, pp. 407 e 408.

¹⁵³ ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, *cit.*, p. 65.

¹⁵⁴ MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, *cit.*, p. 63.

¹⁵⁵ “*Gestão de Carteiras – Deveres de Informação*”, Anotação à Sentença da 5ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3ª Secção, processo 2261/05.0TVPR in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 30, Agosto 2008, pp. 159 e 160.

realizar e ainda o dever de elucidar sobre os mecanismos e política de protecção do património do cliente. Todos estes aspectos são essenciais para que o investidor, não só confie a administração dos seus bens ao gestor, como também funcionam como alicerces da manutenção da confiança durante toda a gestão.

Relativamente ao dever de adequação importa evidenciar que, por força do art. 314º-A do Cód. VM, o conteúdo do teste de adequação a preencher pelo cliente apresenta-se mais denso e exigente comparativamente com a generalidade dos serviços de intermediação, o que se deve à natureza fiduciária da prestação do gestor. Para além de o gestor ter o dever de reunir informações acerca dos conhecimentos e experiência do investidor em matéria de investimento, como é exigível no âmbito de qualquer serviço de intermediação, terá também que obter dados informativos da situação financeira e dos objectivos de investimento, incluindo a capacidade para suportar perdas e a tolerância ao risco. Esta atitude mais preventiva do legislador é compreensível e justificada pela génese do contrato: o gestor administra, com significativa autonomia e liberdade decisória, um acervo de bens pertencentes a outrem tendo em vista o seu incremento. Logo, é fulcral que mesmo antes da definição da política de investimento e do programa gestório que a executará o gestor conheça não só o perfil do investidor, como também o contexto envolvente e as suas reais intenções de investimento, para que a jusante se realize o seu efectivo interesse.

Acresce que, como constata PAULO CÂMARA, é comum o gestor deparar-se com instrumentos que não foram abrangidos pelo teste de adequação e, por esse motivo, deverá analisar se estão inseridos no âmbito das decisões discricionárias e, por outro lado, se a avaliação do cliente anteriormente realizada permite aferir da adequação da específica operação que se pretende realizar¹⁵⁶. Por isso, mediante clientes não profissionais consagra-se o dever legal do gestor efectuar uma avaliação periódica do carácter adequado das operações a realizar (cfr. art. 323º n.º 9 Cód. VM).

Os deveres de informação mantêm-se no decurso da execução da gestão de carteiras nos termos do art. 323º do Cód. VM. O legislador assegura que o cliente tem a faculdade de fazer um acompanhamento continuado da actividade desenvolvida pelo gestor através da imposição do envio de relatórios que discriminem as operações realizadas e de extractos periódicos relativos aos bens que integram o património do cliente. Devido à redacção do

¹⁵⁶ In “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., pp. 415 e 416.

n.º 1 do art. 323º do Cód. VM, é de salientar que o dever de o intermediário informar regularmente o cliente acerca do serviço prestado deve ajustar-se às características dos instrumentos financeiros objecto das operações, assim como deve ter em consideração a natureza do serviço prestado. Face a isto, naturalmente que a gestão de carteiras apresenta-se como um dos serviços de intermediação mais sensível no que diz respeito ao acautelamento das posições dos investidores através da prestação deste tipo de informações e, por conseguinte, as mesmas revelam-se cruciais na realização da salvaguarda dos interesses do cliente.

Por último, não se poderia deixar de fazer novamente menção ao dever de segregação patrimonial que se encontra exaustivamente tratado nos arts. 306º e ss. do Cód. VM. Enfoca-se a necessidade do gestor manter uma clara discriminação dos bens pertencentes a cada um dos clientes e assegurar o rigor dos registos e a organização das contas evitando confusões entre estes patrimónios e o seu próprio património. Nesse sentido, o gestor está obrigado guardar o dinheiro do cliente e a depositar ou registar os instrumentos financeiros que lhe pertencem em contas no nome deste ou em seu nome, mas com expressão menção de ser por conta do cliente¹⁵⁷.

3. Natureza Jurídica do Tipo Contratual

Depois de evidenciadas as particularidades do conteúdo da gestão de carteiras é seguro avançar para a aferição da natureza do contrato sendo certo que as suas próprias características estão intimamente ligadas à essência que lhe serve de base.

3.1 A Gestão de Carteiras como um Contrato de Intermediação Financeira

O contrato de gestão de carteiras integra o elenco dos contratos de intermediação financeira. Nas palavras de ENGRÁCIA ANTUNES, estamos no âmbito dos “negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à

¹⁵⁷ Cfr. art. 306º n.º 5 als. d) e) do Cód. VM que prevêem a abertura de contas em nome dos clientes ou em nome do intermediário com indicação de serem contas de clientes como um mecanismo que facilita a identificação da separação dos bens. Também no que concerne às sociedades gestoras de patrimónios, o art. 5º n.º 1 e n.º 2 do DL 163/94, de 04 de Junho que prescreve o seguinte: “1 - Todos os fundos e demais valores mobiliários pertencentes aos clientes das sociedades gestoras devem ser depositados em conta bancária. 2 - As contas a que se refere o número anterior poderão ser abertas em nome dos respectivos clientes ou em nome da sociedade gestora, por conta dos clientes, devendo neste caso indicar-se no boletim de abertura da conta que esta é constituída ao abrigo do presente preceito legal.”

prestação de actividades de intermediação”¹⁵⁸ e que constituem uma categoria contratual autónoma, entendimento que se partilha, pelo facto de estarem sujeitos a um conjunto de normas comuns¹⁵⁹. Como constata JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA “a categoria dos contratos de intermediação surge indexada ao fenómeno da prestação de serviços de intermediação financeira, enquanto instrumentos jurídicos fundamentais de exercício dessa actividade”¹⁶⁰, serviços que se regem por um regime mínimo unitário.

Desta forma, o conjunto de disposições normativas referentes aos contratos de intermediação financeira concretiza um regime geral aplicável à gestão de carteiras (e demais contratos que integram esta categoria) juntamente com o seu regime específico. Aquando da aplicação das normas que compõem o regime geral há que ter em atenção aquelas que são destinadas aos contratos celebrados com investidores não profissionais, que serão naturalmente aplicáveis ao contrato de gestão de carteiras quando o cliente assuma a referida qualidade.

Seguindo ENGRÁCIA ANTUNES, dentro da categoria dos contratos de intermediação financeira, o contrato de gestão de carteiras insere-se nos contratos de investimento¹⁶¹, porquanto o serviço prestado correlaciona-se com o investimento em instrumentos financeiros. Relembre-se que o cliente entrega ao gestor um conjunto de bens a gerir de acordo com a política de investimento definida. Para além disso, os contratos de intermediação financeira em geral, e a gestão de carteiras em particular, são contratos comerciais¹⁶² não só por terem origem no C. Com., mas também pela natureza dos actos praticados, pois são objectiva¹⁶³ e subjectivamente¹⁶⁴ comerciais. Note-se que os

¹⁵⁸ In “*Direito dos Contratos Comerciais*”, Reimp., Almedina, 2017, p. 573 e “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 281. Apresentando uma noção semelhante, FÁTIMA GOMES in “*Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*”, cit., p. 569: “negócio jurídico bilateral pelo qual o intermediário financeiro (...) se obriga à prestação de um serviço de intermediação financeira (...) para com um seu cliente”.

¹⁵⁹ ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito dos Contratos Comerciais*”, cit., p. 574 e “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 282. No mesmo sentido, JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA in “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*”, cit., pp. 291-303, que utiliza o termo “categoria jurídica”.

¹⁶⁰ In “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*”, cit., p. 292.

¹⁶¹ In “*Direito dos Contratos Comerciais*”, cit., p. 577 e “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 287. O autor opta por distinguir entre os contratos de investimento e os contratos auxiliares. Os primeiros referem-se, para além da gestão de carteiras, às ordens, colocação, tomada firme, consultoria para investimento e negócios por conta própria; os últimos “têm por objecto a prestação de serviços auxiliares dos anteriores”, como a assistência, a recolha de intenções de investimento, o registo e depósito, o empréstimo, a consultoria empresarial e a análise financeira.

¹⁶² Para uma noção geral vide ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito e Justiça – Contratos Comerciais – Noções Fundamentais*”, Universidade Católica, 2008.

¹⁶³ Relembre-se que, na sua versão original, o C. Com. regulava nos seus arts. 351º a 361º as operações de bolsa que posteriormente vieram a ser reguladas por legislação própria – Cód. MVM e, actualmente, Cód. VM. No seguimento de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “*As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários*”, cit., p. 296 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*Direito Comercial*”, Vol. I, Reimp. da Ed. de 2011, Almedina, 2017, p. 64, não obstante a matéria mobiliária já não se encontrar inserida no C. Com. não deixa de ser legislação que pertence ao ramo comercial.

intermediários, e aqui importa o intermediário enquanto gestor da carteira, realizam, em nome próprio ou em nome de outrem, actos de comércio no exercício da sua actividade profissional¹⁶⁵ e, por isso, devem ser considerados “verdadeiros comerciantes”¹⁶⁶.

3.2 A Gestão de Carteiras como um Contrato de Prestação de Serviços

Através do contrato de gestão de carteiras o gestor presta ao cliente um serviço de administração da sua carteira, pelo que nos situamos no seio dos contratos de prestação de serviços, categoria contratual regulada nos arts. 1154º e ss. do Código Civil (C.C.).

Vejamos qual a natureza desta prestação de serviços.

3.2.1 Modalidade de Mandato

O serviço prestado pelo gestor assume a modalidade de mandato, conforme o próprio preâmbulo do Cód. VM no seu ponto n.º 18 sublinha. O mandato encontra o seu regime geral nos arts. 1157º e ss. do C.C.¹⁶⁷ e, previamente à análise do seu regime, é de toda a relevância clarificar que as disposições mencionadas são aplicáveis ao contrato de gestão de carteiras supletivamente e com as devidas adaptações¹⁶⁸.

Conforme a noção civilista, o mandatário obriga-se a praticar actos jurídicos por conta e no interesse do mandante, o que significa que os efeitos da prática desses actos “se destinam à esfera do mandante”¹⁶⁹. Ora, como se constatou, na gestão de carteiras o gestor pratica todos os actos de administração e rentabilização da carteira por conta do cliente, na medida em que este o incumbiu dessa tarefa. A doutrina¹⁷⁰ tem entendido que se inclui,

¹⁶⁴ Quanto aos sujeitos do acto *vide* as considerações de ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito dos Contratos Comerciais*”, *cit.*, pp. 42-45, 574 e 575, constatando que os contratos comerciais “são hoje essencialmente contratos de empresa”, seja porque se tratam de contratos que estão desde sempre ligados à actividade empresarial, seja porque a própria lei o impõe como ocorre com os contratos de intermediação financeira, nos quais uma das partes é, por regra, uma instituições de crédito, uma empresa de investimento ou uma sociedade gestora de fundos de investimento mobiliário.

¹⁶⁵ Remete-se ao requisito da profissionalidade para efeitos da qualificação de comerciante, que pressupõe a prática reiterada, continuada e regular de actos de comércio no exercício de uma actividade económica como fonte de rendimentos para fazer face às despesas do quotidiano. Sobre a figura do comerciante *vide* MIGUEL PUPO CORREIA in “*Direito Comercial: Direito da Empresa*”, *cit.*, pp. 103 e ss.

¹⁶⁶ MIGUEL PUPO CORREIA in “*Direito Comercial: Direito da Empresa*”, *cit.*, p. 113. O autor não deixa de salientar o “estatuto próprio e tradicionalmente marcado pela protecção do interesse público inerente ao correcto funcionamento dos mercados bolsistas” ao qual os intermediários estão subordinados.

¹⁶⁷ Sobre o seu regime jurídico *vide* PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, *cit.*, pp. 786 e ss.

¹⁶⁸ Quanto a este aspecto, RUI PINTO DUARTE in “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 373, defende uma aplicação com “grande cautela”.

¹⁶⁹ MENEZES CORDEIRO in “*Tratado de Direito Civil*”, Vol. V, *cit.*, p. 102.

¹⁷⁰ MENEZES CORDEIRO in “*Tratado de Direito Civil*”, Vol. V, *cit.*, pp. 104 e 105; PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, *cit.*, pp. 791 e 792. No que ao contrato de gestão de carteiras concretamente diz respeito, MENEZES LEITÃO in “*O*

para além da execução da prestação principal, todos os actos materiais acessórios e instrumentais necessários ao pleno cumprimento daquela. Secundando este entendimento, parece que não se poderá acompanhar a posição defendida por RUI PINTO DUARTE que questiona, em certas situações, a qualificação como mandato do contrato de gestão de carteiras por considerar que “nalguns casos, o gestor assume obrigações que ultrapassam claramente a prática de actos jurídicos por conta do cliente”¹⁷¹.

A gestão de carteiras pode assumir, tal como prevê a lei civil, a forma de mandato com representação e sem representação¹⁷². Em ambos, o gestor age por conta e no interesse do cliente, sendo certo que na primeira hipótese age também em nome deste, enquanto que na segunda age em nome próprio. Invocando PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, nesta “impõe a *obrigação* de celebrar actos jurídicos *por conta* doutrem”; naquela “confere o *poder* de os celebrar *em nome* doutrem”¹⁷³.

Como decorrências práticas, no mandato com representação os efeitos jurídicos dos actos praticados repercutem-se imediatamente na esfera do mandante, ao passo que no mandato ausente de representação o mandatário está vinculado a transferir os direitos adquiridos e as obrigações¹⁷⁴ assumidas para o mandante pois, embora seja parte nas relações jurídicas, é no interesse daquele que exerce a gestão. Desta forma, e nos termos do art. 1181º do C.C., no mandato civilista consagra-se a teoria da dupla transferência¹⁷⁵, aspecto que adiante terá importância aferir da sua viabilidade no contrato de gestão de carteiras atendendo às particularidades da actividade de intermediação e do próprio funcionamento do mercado financeiro.

Com ligação à transferência dos bens adquiridos na execução do mandato sem representação o art. 1184º do C.C. prevê, mediante o preenchimento dos requisitos aí

Contrato de Gestão de Carteiras”, cit., p. 113 e ANA AFONSO in “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, cit., p. 57.

¹⁷¹ In “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, cit., p. 367. Com a mesma opinião que o Autor citado, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 162-164.

¹⁷² O Cód. VM não se pronuncia quanto à natureza do mandato ao contrário do Cód. MVM que prescrevia, no seu art. 184º n.º 1 al. f), que normalmente era exercido sem representação. Daqui se depreende que no regime actual a representação ou a falta dela dependerá do contrato em concreto celebrado pelas partes.

¹⁷³ In “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, cit., p. 788.

¹⁷⁴ Quanto a este aspecto o art. 1182º do C.C. estipula que o mandatário, uma vez que é ele quem contrata com os terceiros, é o único responsável perante estes. Obviamente que no âmbito das relações internas o mandante responderá perante o mandatário devido ao mandato celebrado.

¹⁷⁵ Discute-se na doutrina o âmbito da consagração desta teoria sendo pacífico quanto ao mandato para adquirir, mas questionando-se as situações de mandato para alienar – vide JANUÁRIO COSTA GOMES, “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*” in *As Operações Comerciais*, Almedina, 1988, pp. 522-524.

previstos¹⁷⁶, a irresponsabilidade desses bens perante credores pessoais do mandatário. Desta forma, assegura-se o “cumprimento do fim económico-social do contrato de mandato”¹⁷⁷, ou seja, a realização do interesse do mandante por via da execução do programa gestório traçado e, por outro lado, ressalva-se o património do mandante, apesar de formal e temporariamente esses bens serem titularidade do mandatário.

À partida e sem prejuízo de posteriores reflexões que possam ocorrer, este regime poderá ter relevância na relação de gestão de carteiras considerando que o gestor, por força da tarefa que lhe foi incumbida, detém valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, propriedade do investidor, na sua posse. Portanto, preenchidos os pressupostos previstos no art. 1184º do C.C. não ocorrerá qualquer impedimento à “separação daquele acervo fiduciário em benefício do investidor”¹⁷⁸.

No âmbito do Cód. VM a norma do art. 306º n.º 2 verte, em certa medida, a preocupação do legislador em tutelar o património dos investidores ao prever que mediante determinados eventos os actos praticados pelo intermediário por conta do cliente não são afectados. Daqui se poderá depreender que os bens adquiridos, precisamente pela prática desses actos, estarão igualmente acautelados. Porém, a aplicação da norma está reduzida a situações de insolvência, recuperação de empresa ou saneamento do intermediário demonstrando-se claramente mais restrita comparativamente com o regime consagrado pelo art. 1184º do C.C., que utiliza a locução ‘credores’ sem implicar que o mandatário já se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações.

Por fim refira-se que, por força do art. 1183º do C.C. e caso nada seja convencionado em sentido diverso, não corre por conta do mandatário o risco do não cumprimento das obrigações dos terceiros com quem celebra os actos independentemente do mandato ser ou não representativo, isto porque em qualquer um deles o mandatário age sempre no interesse e por conta do mandante¹⁷⁹.

¹⁷⁶ Sobre os pressupostos e o âmbito de aplicação da norma vide ANDRÉ FIGUEIREDO, “Mandato Sem Representação, Separação Patrimonial e Concurso de Credores” in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor José Lebre de Freitas*, Vol. I, Coimbra Editora, 2013, pp. 193-235.

¹⁷⁷ ANDRÉ FIGUEIREDO in “Mandato Sem Representação, Separação Patrimonial e Concurso de Credores”, cit., p. 198.

¹⁷⁸ ANDRÉ FIGUEIREDO in “Mandato Sem Representação, Separação Patrimonial e Concurso de Credores”, cit., p. 219 em nota de rodapé.

¹⁷⁹ Cfr. PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “Código Civil Anotado”, Vol. II, cit., p. 831.

3.2.1.1 Das Obrigações das Partes

Quanto às obrigações que emergem do mandato, é evidente que a principal prestação do mandatário prende-se com a prática dos actos previstos no contrato de acordo com as instruções do mandante; no caso da gestão de carteiras, com a prática dos actos de administração da carteira no cumprimento do programa gestório de investimento definido. Como decorre das regras gerais do direito das obrigações, a realização da actividade gestória deve orientar-se pelo princípio da boa-fé e ser diligentemente executada. Daí a característica do agir no interesse do mandante expressando o cuidado e zelo na prossecução dos interesses alheios e o respeito pelas instruções emitidas por aquele. Mas ressalve-se que na gestão de carteiras o regime civilista sofre um desvio por se prever um padrão de diligência mais exigente do que o critério de um bom pai de família.

De acordo com o art. 1161º do C.C. acrescem deveres de informação no decurso da execução do mandato, sendo certo que no âmbito da gestão de carteiras o Cód. VM consagra um vasto leque de deveres especiais em relação aos previstos na lei civil, como em momento anterior se analisou. Para além disso, o referido preceito legal prevê o dever de prestação de contas quando os actos praticados desencadeiem efeitos patrimoniais¹⁸⁰ e o dever de entrega, findo o mandato, de tudo aquilo que recebeu, do mandante e de terceiros, em execução do mandato e que não foi utilizado ou que já não se justifica que esteja na posse do mandatário uma vez que a actividade prestada terminou (é o que acontece com documentos que devem ser devolvidos ao mandante).

Por seu turno, o mandante está obrigado, com base no art. 1167º do C.C., a facultar todos os meios que possibilitem a execução do mandato (dinheiro, coisas, documentos), a reembolsar as despesas feitas¹⁸¹ e a efectuar todos os pagamentos que decorram da execução dos actos praticados pelo mandatário, incluindo uma possível retribuição pelo serviço prestado¹⁸², que na gestão de carteiras constitui a contra-prestação à qual o cliente

¹⁸⁰ Parece ser esta a interpretação mais adequada porquanto que em relação às outras obrigações de comunicação as mesmas são impostas pelo dever de prestar informações. É este o entendimento maioritário, como MENEZES CORDEIRO in *“Tratado de Direito Civil”*, Vol. V, cit., p. 106; PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in *“Código Civil Anotado”*, Vol. II, cit., pp. 795 e 796.

¹⁸¹ Que sejam, segundo PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in *“Código Civil Anotado”*, Vol. II, cit., p. 805, subjectiva e objectivamente indispensáveis à execução do mandato.

¹⁸² Note-se que no mandato civil a regra é a da presunção da gratuidade, apenas se presumindo oneroso quando o mandatário exerce o mandato a título de profissão. De realçar que não tem implicações na determinação do carácter gratuito ou oneroso os direitos do mandatário ao reembolso das despesas efectuadas e a uma eventual indemnização pelos prejuízos sofridos – cfr. anotação ao art. 1158º do C.C. por PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in *“Código Civil Anotado”*, Vol. II, cit., pp. 789 e 790. Ainda sobre a evolução do contrato

está adstrito.

3.2.2 Em Particular, o Mandato Comercial

Depois de traçados os aspectos gerais do mandato torna-se imperioso o estudo do mandato comercial¹⁸³, visto que a actividade desenvolvida pelo gestor é de natureza comercial¹⁸⁴ (como em momento antecedente se constatou) e “encontra o seu eixo operatório num mandato mercantil”¹⁸⁵. Neste ponto, teremos o cuidado de fazer uma ponte com o mandato civilista quando surjam elementos distintos¹⁸⁶ entre eles tendo como finalidade delinear as disposições normativas que melhor se coadunam com a natureza da gestão de carteiras.

Apesar de nos dias de hoje as regras do mandato mercantil já não apresentarem a mesma relevância prática de outros tempos não deixam de se verificar “as suas projecções em variadíssimos segmentos do direito e ‘praxis’ jusmercantis”¹⁸⁷, nomeadamente na actividade de intermediação financeira, em especial no contrato de gestão de carteiras. Posto que, o seu estudo é pertinente por contribuir para a compreensão da *ratio* do referido contrato e para a densificação do seu conteúdo conferindo uma visão mais ampla e, por isso, mais esclarecida da gestão de carteiras.

O mandato mercantil encontra-se consagrado nos arts. 231º a 277º do C. Com., não deixando de se aplicar o regime previsto no C.C. Seguindo ENGRÁCIA ANTUNES, os contratos regulados na lei comercial não deixam de ser “contratos comuns aos quais acrescem determinadas notas específicas de comercialidade”¹⁸⁸, sendo que no caso do

de mandato, em especial quanto ao carácter oneroso, vide PAULO ALBERTO VIDEIRA HENRIQUES in “*A Desvinculação Unilateral ad nutum nos Contratos Civis de Sociedade e de Mandato*”, cit., pp. 101 e ss. em nota de rodapé.

¹⁸³ Sobre a evolução histórica do tipo contratual vide JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*” cit., pp. 467 e ss. Para uma análise do regime jurídico, ABÍLIO NETO in “*Código Comercial e Contratos Comerciais - Anotado*”, Ediforum, 2008, pp. 81 e ss.

¹⁸⁴ A relação intermediário e investidor, logo, a relação gestor e cliente é uma relação comercial, sendo que o direito dos valores mobiliários, em geral, e esta matéria em particular, têm na sua base os princípios de direito comercial e de direito civil estabelecendo-se uma “relação de complementariedade” entre estes ramos de direito, de acordo com GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., pp. 14 e 15. Indo ao encontro desta posição, JOSÉ QUEIRÓS ALMEIDA in “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*”, cit., p. 303, que relembra a aplicação do C. Com. aos contratos de intermediação financeira quando os mesmo sejam qualificados como contratos de mandato em sentido amplo (o que abarca os casos de comissão).

¹⁸⁵ ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito dos Contratos Comerciais*”, cit., p. 588.

¹⁸⁶ Note-se que, e invocando JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, cit., p. 493, “os elementos essenciais do mandato civil são também elementos essenciais do mandato comercial”, pelo que as diferenças que existam ocorrem ao nível das regras do regime e não propriamente com o conteúdo essencial e caracterizador do contrato.

¹⁸⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, “*Os Contratos no Código Comercial Português*” in *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, Vol. II, Universidade Católica Editora, 2011, p. 277.

¹⁸⁸ In “*Os Contratos no Código Comercial Português*”, cit., p. 260.

mandato a especialidade prende-se com a natureza dos actos praticados pelo mandatário: actos de comércio em sentido amplo e independentemente da natureza que assumam¹⁸⁹. Assim, como acontece com o mandato civil, quando se alude à prática de actos jurídicos deve incluir-se os actos materiais que se encontrem numa relação de “acessoriedade ou dependência”¹⁹⁰ com aqueles.

Um dos pontos distintivos do mandato comercial diz respeito ao seu cariz marcadamente profissional, ou seja, o mandatário é por norma uma pessoa singular ou colectiva que exerce o mandato no contexto da sua profissão. Esta circunstância explica, desde logo, a opção do legislador pela onerosidade do mandato, ao invés da presunção da gratuidade como sucede no mandato civil¹⁹¹. Ora, este aspecto do mandato comercial é aquele que é consonante com a actividade de intermediação, em particular a gestão de carteiras: o mandato no qual assenta a gestão é celebrado pelo gestor a título profissional, no desempenho da sua actividade profissional e, por isso, é natural que seja remunerado.

Outra conclusão que daqui se retira diz respeito aos interesses que estão na base do mandato. Se no mandato civil a actividade do mandatário é exercida no interesse do mandante, no mandato comercial o mais comum será a coexistência de interesses de ambas as partes, pois é da natureza do comerciante agir no seu próprio interesse¹⁹². É o que sucede na gestão de carteiras tornando-se facilmente explicável que, estando em causa actividades do mercado financeiro, portanto, comerciais, o gestor também tenha interesse no contrato celebrado, embora o interesse preponderante seja o do cliente. O interesse do gestor reside na retribuição que irá receber pela prestação do serviço e quando se convencione uma comissão variável em função dos resultados obtidos ser-lhe-á vantajosa a superação dos patamares até então atingidos.

Também a norma do art. 234º do C. Com. prevê uma particularidade do regime do

¹⁸⁹ Segue-se a posição de ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito dos Contratos Comerciais*”, cit., p. 365 e “*Os Contratos no Código Comercial Português*”, cit., pp. 277 e 278.

¹⁹⁰ JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, cit., p. 495. Tomando a mesma posição, MIGUEL PUPO CORREIA in “*Direito Comercial: Direito da Empresa*”, cit., pp. 546 e 547: o autor inclui estes actos quando sejam necessários para que se cumpra “de forma completa e adequada os deveres que para ele [mandatário] resultam do mandato”.

¹⁹¹ ENGRÁCIA ANTUNES in “*Direito dos Contratos Comerciais*”, cit., p. 365 e “*Os Contratos no Código Comercial Português*”, cit., p. 278; MENEZES CORDEIRO in “*Direito Comercial*”, cit., p. 681; PAULO OLAVO CUNHA in “*Lições de Direito Comercial*”, Almedina, 2010, p. 196; JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, cit., pp. 499-502. Este último autor toma uma posição própria ao considerar que o legislador comercial mais do que consagrar uma presunção de onerosidade, optou pela onerosidade, o que decorre da última parte do art. 232º do C. Com. (“o mandatário comercial tem direito a uma remuneração pelo seu trabalho”).

¹⁹² PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*Direito Comercial*”, Vol. I, cit., p. 23; ENGRÁCIA ANTUNES in “*Os Contratos no Código Comercial Português*”, cit., p. 278; MIGUEL PUPO CORREIA in “*Direito Comercial: Direito da Empresa*”, cit., p. 553 e MENEZES CORDEIRO in “*Direito Comercial*”, cit., p. 684: estes dois últimos autores acrescentam, a par do interesse do mandatário, o próprio interesse do comércio em geral.

mandato mercantil ao dotar o silêncio do mandatário como aceitação do mandato, afastando-se do carácter consensual que marca o mandato civil¹⁹³. Contudo, como salienta PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, esta imposição unilateral não deixa de ser atenuada pelo aspecto da remuneração que pressupõe a consensualidade¹⁹⁴. A justificação para a consagração deste regime assenta no facto de o mandatário actuar como profissional e ser remunerado pela execução do mandato¹⁹⁵.

Adoptanto a posição defendida pelo Autor *supra* invocado¹⁹⁶, o art. 234º do C. Com. só será aplicável quando cumulativamente o mandatário assuma a qualidade de comerciante, o mandato se insira na sua actividade profissional e não no seio de um comércio que lhe é estranho e alheio e a sujeição não seja perante qualquer pessoa, mas tão só mediante a sua clientela. Opta-se por esta interpretação por se considerar que é aquela que vai ao encontro das finalidades que estão na origem da consagração deste regime. Se o fundamento prende-se com a actuação do mandatário no exercício da sua profissão, por inerência, a sujeição à execução do mandato só poderá efectivar-se nestes termos.

A existência de uma relação comercial que, com o decurso do tempo, concede à outra parte a qualidade de cliente e, conseqüentemente, cria nele a legítima convicção da vinculação do mandatário sedimenta-se precisamente na circunstância de este agir no exercício da sua actividade profissional. Este raciocínio deverá ser transposto para o seio da relação intermediário e investidor assente na celebração do contrato de gestão de carteiras, pois esta vinculação advém do seu estatuto, é próprio e natural à sua profissão; trata-se de uma “relação típica”¹⁹⁷ da qual é plausível a criação de fundadas expectativas e se esperam determinados comportamentos das partes.

De igual modo, a lei comercial prevê o mandato com e sem representação, sendo que no primeiro, tal como prevê o C.C., os efeitos dos actos praticados na execução do mandato produzem-se directamente na esfera do mandante. Quanto ao segundo, o regime comercial individualiza-se na figura do contrato de comissão e apresenta algumas questões,

¹⁹³ Caso o mandatário não queira aceitar, a mesma norma estipula que deve comunicar ao mandante não deixando de tomar as diligências necessárias à conservação dos bens.

¹⁹⁴ In “*O Mandato Bancário*”, *cit.*, p. 133.

¹⁹⁵ JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, *cit.*, p. 517 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*O Mandato Bancário*”, *cit.*, p. 134.

¹⁹⁶ In “*O Mandato Bancário*”, *cit.*, pp. 134-137.

¹⁹⁷ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*O Mandato Bancário*”, *cit.*, p. 138. Esclareça-se que o autor utiliza esta expressão relativamente à relação banco-cliente, circunstância que entende-se não ser impeditiva de se adaptar para a relação intermediário-investidor. Aliás, as próprias instituições bancárias são consideradas intermediários financeiros podendo assumir a veste de gestor em função da celebração de um contrato de gestão de carteiras. Para um maior aprofundamento acerca da relação bancária, nomeadamente o seu conteúdo e intervenientes *vide* MENEZES CORDEIRO in “*Direito Bancário*”, 6ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2016.

nomeadamente no que diz respeito à produção dos efeitos como de seguida se analisará.

Por fim, faz-se nota à consagração também no regime do mandato mercantilista do dever de prestação de informação decorrente do dever de diligência e da previsão expressa nos arts. 239º e 240º do C. Com. que relembram, certamente que em moldes distintos, mas que não impedem a analogia, o dever de prestação de informações especialmente previsto no código mobiliário. É, pois, transversal aos vários tipos de mandatos, cada um deles com as suas singularidades e regime próprio, a preocupação com o conhecimento do mandante da gestão levada a cabo pelo mandatário visto que são os seus interesses pessoais que estão em jogo.

3.2.2.1 A Figura da Comissão

O contrato de comissão é, para o regime mercantil actual, uma modalidade do mandato comercial, não só pela sua integração sistemática enquanto capítulo pertencente ao título dedicado ao mandato, como também pelo legislador ter previsto tanto a presença como a ausência de representatividade no mandato¹⁹⁸.

O recurso à comissão é frequente em certos tipos de negócios, nomeadamente nos “negócios de bolsa”¹⁹⁹ nos quais se inclui a gestão de carteiras. Porém, discute-se na doutrina a recondução do contrato de gestão de carteiras à figura da comissão. Apresentando algumas reservas, ENGRÁCIA ANTUNES acentua as diferenças existentes entre ambos: aquele é pensado para relações duradouras com uma “função económico-social específica” num “regime de significativa autonomia”; esta tem em vista “relações temporárias de causa económico-social muito variada” destinadas à prática de “um conjunto delimitado de actos jurídico-comerciais concretos debaixo das instruções do mandatário”²⁰⁰.

Não se negam as diferenças apontadas, mas desta constatação também não resulta que não seja admissível o recurso às disposições do regime da comissão como um instrumento

¹⁹⁸ Na vigência do C.C. de Seabra a representação constituía um elemento caracterizador do contrato de mandato e como o legislador comercial seguia esta noção o contrato de comissão era visto como um tipo autónomo por lhe faltar a ‘actuação em nome do mandante’. Por sua vez, a evolução da concepção do mandato conduziu ao afastamento da representação como elemento essencial permitindo que, em matéria comercial, a figura da comissão se assumisse como um sub-tipo daquele – cfr. JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, cit., pp. 479 e ss.

¹⁹⁹ PAULO OLAVO CUNHA in “*Lições de Direito Comercial*”, cit., p. 198.

²⁰⁰ In “*Os Contratos de Intermediação Financeira*”, cit., p. 296 em nota de rodapé.

auxiliador na compreensão e densificação do regime do contrato de gestão de carteiras. Relembre-se que a reflexão sobre a qual se tem vindo a discorrer parte da premissa de que o contrato de gestão de carteiras tem um regime próprio moldado às suas especificidades e que a invocação de determinadas regras do regime geral do mandato, quer civil, quer mercantil (o que inclui a comissão), será sempre subsidiária, de forma a não chocar com as particularidades de cada um dos tipos, e adaptada quando assim se justifique.

Posto isto, poderá analisar-se os traços principais do regime da comissão. De acordo com o art. 266º do C. Com., o comissário pratica os actos em nome próprio, mas por conta do comitente. Deste modo, embora o comissário actue em seu nome, não poderá deixar de adoptar uma conduta prudente “optimizando os meios destinados a prosseguir o interesse do mandante”²⁰¹. Veja-se, *v.g.*, a preocupação do legislador comercial em estabelecer, nos arts. 275º a 277º do C. Com., o dever do comissário não confundir mercadorias, discriminar as facturas e separar os créditos. Este aspecto presente na comissão assemelha-se, na devida escala de proporção, ao dever de segregação patrimonial do intermediário e, em particular, do gestor no cumprimento da gestão que lhe foi incumbida.

Uma das questões que se coloca no âmbito do contrato de comissão prende-se com os efeitos dos actos que o comissário pratica em execução do mandato. Ora, se no regime civilista o legislador consagrou a tese da dupla transferência, ao invés, parece que o legislador comercial optou pela repercussão directa na esfera do comitente por ser aquela que, citando JANUÁRIO COSTA GOMES, “defende melhor os interesses do comércio”²⁰².

Volvendo ao contrato de gestão de carteiras, nas situações em que o mesmo é celebrado sem representação a teoria da projecção imediata é, de facto, a mais adequada ao funcionamento do mercado, em particular à celeridade das transacções financeiras. Por outro lado, também não coloca em causa o dever de segregação patrimonial imposto aos intermediários pois, de acordo com a teoria da dupla transferência, os efeitos sempre se verificariam primeiramente na esfera do gestor por ter actuado em nome próprio, muito embora materialmente esses actos pertençam ao cliente e de, em momento posterior, se impor ao gestor a sua transmissão por ter agido por conta daquele²⁰³.

²⁰¹ MENEZES CORDEIRO in “*Direito Comercial*”, *cit.*, p. 688.

²⁰² In “*Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime*”, *cit.*, p. 526.

²⁰³ Sobre a incompatibilidade da dupla transferência e defendendo a doutrina da projecção imediata, MENEZES LEITÃO in “*Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*”, *cit.*, pp. 135 e 136 e “*O Contrato de Gestão de Carteiras*”, *cit.*, pp. 115 e 116.

Por fim, refira-se que a aceitação da teoria da projecção imediata acaba por afastar por inutilidade prática a aplicação do regime previsto no art. 1184º do C.C. (que em ponto anterior se fez menção) devido à circunstância dos efeitos jurídicos e dos bens adquiridos não chegarem a ingressar na esfera do comissário/gestor²⁰⁴ repercutindo-se directamente na esfera do comitente/cliente. Desta feita, por via da consagração desta teoria salvaguarda-se a posição do comitente/cliente face a eventuais agressões de credores do comissário/gestor sem necessidade de invocação da regra prevista no regime civilista do mandato sem representação.

Contrariamente, na gestão de carteiras com representação não surgem estes problemas, visto que os efeitos dos actos praticados pelo gestor verificam-se automaticamente na esfera do cliente já que o gestor não actua em seu nome, mas em nome do investidor.

3.3 Síntese Conclusiva

A acrescer à simplista noção de contrato de gestão de carteiras, que foi apresentada como ponto de partida para o estudo detalhado do tipo contratual, dir-se-á convictamente que a gestão de carteiras assume a modalidade de mandato comercial, cujo regime vertido no C. Com. (no qual se inclui as disposições especialmente previstas para a comissão) complementado pelo regime do mandato civilista serve de apoio aos específicos normativos da lei mobiliária. Deste modo, apura-se com plenitude o regime jurídico aplicável ao contrato de gestão de carteiras que, como se comprova, não fica circunscrito ao disposto no Cód. VM.

4. Qualificação Jurídica do ponto de vista Jurisprudencial

A Jurisprudência portuguesa não é rica no que ao contrato de gestão de carteiras diz respeito, sobretudo na apreciação dos elementos integradores do tipo contratual. Por este

²⁰⁴ Relembre-se que pela teoria da dupla transferência, o mandatário assume os efeitos dos actos praticados, o que significa que torna-se proprietário dos bens que adquira no seu decurso embora, como adverte ANDRÉ FIGUEIREDO in *“Mandato Sem Representação, Separação Patrimonial e Concurso de Credores”*, cit., p. 233, esta seja “uma propriedade por natureza temporária, instrumental e limitada - quer de um ponto de vista funcional, quer de um prisma estrutural -, pelas obrigações e deveres resultantes da lei e do mandato, aos quais corresponde uma tutela intensa”.

motivo, o pensamento vertido estará inevitavelmente limitado às escassas decisões que se debruçam sobre esta matéria.

Actualmente, parece pacífica a natureza de contrato de prestação de serviços na modalidade de mandato (comercial) reunindo “feições próprias que lhe conferem alguma autonomia”, como é possível ler no Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa (TRL) de 21 de Junho de 2011²⁰⁵. No entanto, a Jurisprudência nem sempre entendeu que o contrato de gestão de carteiras implicava a prática de actos comerciais. O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (STJ) de 11 de Janeiro de 2000²⁰⁶, em função do regime à data em vigor²⁰⁷, não considerou a compra e venda de valores mobiliários conteúdo típico do contrato e, conseqüentemente, decidiu pela não aplicação das regras do mandato mercantil. Acontece que, independentemente da questão de saber quais os actos que integram o seu conteúdo, a gestão de carteiras envolveria sempre a práticas de actos comerciais quanto muito pela perspectiva subjectiva, visto que seriam praticados pelo intermediário que é comerciante à luz do art. 13º do C. Com.

Centrando as atenções na subsunção de situações fácticas à figura jurídica da gestão de carteiras, comecemos por discorrer acerca do acórdão do Tribunal da Relação do Porto (TRP) de 16 de Março de 2015²⁰⁸. Nesta decisão tomou-se como posição que “se alguém, que vem a ser definido como investidor não qualificado²⁰⁹, aceita verbalmente que um funcionário bancário, gratuitamente, lhe aplique o seu dinheiro na condição de o fazer de modo a que o risco da aplicação seja equivalente a um depósito a prazo, não está a celebrar com o banco respectivo um contrato de gestão de carteira”. Não se poderá concordar com esta apreciação pois, ao contrário daquilo que o TRP invoca, há factos suficientes para a recondução do negócio ao contrato de gestão de carteiras.

Antes da análise desses elementos convém referir que, no caso concreto, o negócio foi celebrado verbalmente e não se convencionou qualquer remuneração para o funcionário do banco que geria as contas dos clientes. Este circunstancialismo não afecta, contudo, a

²⁰⁵ No processo 3345/08.8TVLSB.L1-1, relator ANTÓNIO SANTOS, disponível em www.dgsi.pt.

²⁰⁶ No processo 99A792, relator RIBEIRO COELHO, disponível em www.dgsi.pt.

²⁰⁷ O art. 608º do Cód. MVM ao elencar as actividades de intermediação previa na sua al. h) a gestão de carteiras como “tendo em vista assegurar tanto a administração desses valores e, nomeadamente, o exercício dos direitos que lhes são inerentes, como, se os seus titulares expressamente o autorizarem, a realização de quaisquer operações sobre eles”. A autorização para realizar operações tinha de constar de documento escrito que fixasse os termos, limites e grau de discricionariedade na prática desses actos, conforme o disposto no art. 611º do Cód. MVM.

²⁰⁸ No processo 234/11.2TVPR.T1, relator JOSÉ EUSÉBIO ALMEIDA, disponível em www.dgsi.pt.

²⁰⁹ À luz da mais recente terminologia adoptada pelo Cód. VM, deverá ler-se ‘investidor não profissional’, em virtude da alteração legislativa operada pela Lei 35/2018, de 20 de Julho.

posição que aqui se defende. Em relação à remuneração, apesar de o mais comum ser o pagamento pelo serviço prestado, é a própria lei que não a prevê como elemento essencial do tipo contratual. Nesse sentido, a sua ausência não tem qualquer interferência na qualificação do contrato por estar na disponibilidade das partes a onerosidade ou gratuidade do serviço. Quanto à forma do contrato, a redução a escrito seria obrigatória por se tratar de investidores não profissionais, considerando que à data dos factos o Cód. VM impunha o requisito formal somente para este tipo de investidores. Embora, o contrato fosse nulo, em termos de qualificação jurídica, não deixa de se entender que o TRP deveria ter considerado que se tratava de um contrato de gestão de carteiras.

Em primeiro lugar, é facto assente nos autos em análise que o banco encontrava-se registado na CMVM estando habilitado ao exercício das actividades de intermediação, nomeadamente a gestão de carteiras. Depois, não há controvérsia quanto aos seguintes factos: os clientes, investidores não profissionais, celebraram um contrato de abertura de conta; efectuaram depósitos no valor global aproximado de €43.000,00, quantias que foram aplicadas pelo gestor da conta num fundo imobiliário e posteriormente resgatadas; por fim, o gestor realizou em nome dos clientes investimentos em papel comercial.

Ora, parece que o retrato factual descrito corresponde em termos jurídicos ao cenário desenhado pelo legislador quando consagrou o contrato de gestão de carteiras. A situação concreta desenvolve-se no âmbito de uma relação bancária, através da qual os clientes, titulares de uma quantia significativa, a depositam numa conta bancária e o gestor rentabiliza esses valores monetários realizando operações de investimento. Acresce que, como consta da matéria de facto provada, os clientes pretendiam aplicar as suas poupanças, embora apenas em produtos seguros, pelo que o funcionário do banco, agindo na qualidade de intermediário, propôs, aconselhou e recomendou o investimento (e garantiu que o mesmo era adequado) e realizou as operações informando que agiu no interesse dos clientes.

Não obstante as questões de cumprimento dos deveres de informação e de adequação das operações, dos factos parece extrair-se, diversamente da interpretação do tribunal, a relação típica de gestão de carteiras que indiciava ser totalmente discricionária já que o gestor tomava decisões sem o prévio consentimento dos clientes.

Num outro Acórdão do TRP de 21 de Março de 2013²¹⁰, discutiu-se a qualificação do contrato entre contrato de gestão de carteiras ou contrato de transmissão e execução de ordens. Quanto a este acórdão, concorda-se com a interpretação dos factos seguida pelo TRP porque consta da matéria factual dada como provada que os clientes procederam à abertura de contas na instituição financeira e que, mais tarde, no seguimento do investimento sugerido pela instituição financeira, solicitaram a compra de obrigações e aquela limitou-se a transmitir a ordem de compra. Com base nestes dados é de concluir que o vínculo contratual não emergia de um contrato de gestão de carteiras, desde logo, porque existia um documento a solicitar a compra dos valores mobiliários e, por outro lado, os factos carreados para o processo levam a crer que este foi um acto isolado.

Portanto, não se encontram elementos demonstrativos de um duradouro exercício gestório pela instituição financeira das quantias depositadas pelos clientes no sentido de, por conta deles, tomar decisões de investimento e desinvestimento realizando operações financeiras. Comparativamente com o quadro factual do acórdão anterior, denota-se que não há autonomia e discricionariedade na actuação do intermediário, simplesmente foi apresentada uma proposta de investimento que os clientes deram ordem de execução.

Do mesmo modo, se analise o caso vertido no Acórdão do TRL de 06 de Abril de 2017²¹¹ partilhando-se da conclusão apresentada pelo tribunal. De facto, verifica-se a realização de um investimento na aquisição de acções, investimento esse que foi financiado pela cedência de um crédito. Porém, este único acto não será suficiente para afirmar a existência de uma relação de gestão de carteiras por a mesma pressupor a definição de uma política de investimento a ser realizada pela execução do programa gestório traçado, o que implica uma certa perdurabilidade no tempo de forma a realizar uma série de operações.

Como última nota, não se concorda em parte com a argumentação que fundamenta a decisão do TRL quando se invoca que o produto financeiro foi apresentado aos clientes do banco “com um objectivo meramente informativo”. Parece que este facto não tem qualquer relevância para determinar se o contrato celebrado era ou não um contrato de gestão de carteiras e, para além disso, mesmo que a divulgação do produto não vinculasse o banco, o cliente acabou por celebrar um específico acordo que tinha por objecto o investimento no dito produto.

²¹⁰ No processo 2050/11.2TBVFR.P1, relator LEONEL SERÓDIO, disponível em www.dgsi.pt.

²¹¹ No processo 519/10.5TYLSB-H.L1-2, relator ONDINA CARMO ALVES, disponível em www.dgsi.pt.

Por sua vez, no Acórdão do TRL de 09 de Julho de 2014²¹² uma das questões a conhecer é precisamente o tipo de contrato celebrado entre as partes. No entanto, o TRL não se pronuncia, nem em sentido afirmativo, nem em sentido negativo, quanto ao enquadramento na gestão de carteiras, pese embora a matéria factual dada como provada se refira sistematicamente a este tipo contratual. O mencionado acórdão limita-se a qualificar juridicamente o negócio como contrato de depósito, apenas fazendo uma ténue alusão à prestação pelo banco de serviços financeiros.

É certo que os clientes depositaram no banco quantias monetárias e celebraram um contrato de abertura de conta, mas também concluíram diversos contratos de gestão de carteiras. Como decorre dos factos provados, o banco vinculou-se à administração e gestão das carteiras compostas por instrumentos financeiros. Mais, era da sua competência a definição dos critérios de selecção e composição das carteiras e detinha poderes para em execução do mandato praticar os actos que considerasse convenientes.

Da breve explanação retira-se no essencial que a questão da qualificação do tipo contratual não é tratada com profundidade, muitas vezes, remetendo para as actividades de intermediação sem chegar a esmiuçar o contrato celebrado pelas partes. Em correlação, a Jurisprudência portuguesa não se mostra inteiramente confortável com as matérias do foro mobiliário, em especial com o enquadramento jurídico das operações financeiras realizadas no exercício das actividades e na prestação de serviços de intermediação, neste particular, o contrato de gestão de carteiras.

²¹² No processo 519/10.STYLSB-BA.L1-6, relator MARIA MANUELA GOMES, disponível em www.dgsi.pt.

CAPÍTULO III – OS ACTOS PRATICADOS PELO GESTOR, EM PARTICULAR

SUMÁRIO: 1. Confronto entre as Disposições Normativas da Versão Original e da Versão Actual do Cód. VM atinentes ao Contrato de Gestão de Carteiras; 1.1 O Anterior Regime: Algumas Considerações; 1.2 A Versão Originária do Cód. VM; 1.2.1 A Actuação Preventiva do Legislador; 1.2.2 Razões que estiveram na sua Origem; 1.3 A Actual Redacção dos Preceitos Legais do Cód. VM; 1.3.1 Breves Apontamentos Gerais; 1.3.2 O Recuo do Legislador; 1.3.3 Análise da Opção Legislativa e suas Eventuais Implicações Práticas; 2. A Existência de uma Relação Fiduciária *versus* A Consagração da Liberdade Contratual de Conformação da Actuação do Gestor; 2.1 A Relação de Confiança na base do Tipo Contratual; 2.1.1 O Impacto da Confiança na Conformação do Conteúdo Contratual; 2.2 A Inerente Autonomia do Gestor e os Interesses do Cliente; 2.2.1 Dos Limites da Liberdade de Actuação do Gestor; 2.2.1.1 Os Princípios e Deveres de Fonte Legal; 2.2.1.2 As Ordens Vinculativas; 2.2.1.3 As Cláusulas Contratuais; 3. Os Actos Tendentem à Valorização da Carteira; 3.1 Conceito: Algumas Considerações; 3.2 O Exercício dos Direitos Inerentes; 3.3 As Operações de Negociação de Direitos Inerentes; 3.4 Outros Actos que o Gestor pode praticar ao abrigo Gestão: Análise Crítica; 3.4.1 A Diversificação da Carteira; 3.4.2 A Minimização ou a Exposição ao Risco; 3.4.3 A Eficácia e a Eficiência na Prática dos Actos de Gestão; 3.4.4 A Menor Desvalorização Possível da Carteira; 3.4.5 A Administração Estática exercida pelo Gestor.

1. Confronto entre as Disposições Normativas da Versão Original e da Versão Actual do Cód. VM atinentes ao Contrato de Gestão de Carteiras

Terminada a indagação sobre as características, finalidade e natureza do tipo contratual torna-se viável a desconstrução da obrigação do gestor praticar os actos tendentes à valorização da carteira. Como ponto de partida, importa atentar no processo de evolução legislativa de conformação do regime do contrato de gestão de carteiras que, desde a primeira codificação da matéria jusmobiliária com a elaboração do Cód. MVM, tem vindo a sofrer modificações no seu teor.

Nesse seguimento, pretende-se discorrer principalmente acerca dos efeitos da última alteração ocorrida neste âmbito, com maior relevo para a versão originária das disposições normativas referentes ao tipo contratual em contraposição com as normas em vigor. De todo o modo, não deixará de ter pertinência fazer algumas referências às disposições normativas que regeram o ordenamento jurídico durante a vigência do Cód. MVM no ponto que se segue.

1.1 O Anterior Regime: Algumas Considerações

O Cód. MVM dedicava duas normas à gestão de carteiras, para além de uma outra relativa ao dever de informação. E da leitura destas disposições, principalmente do art. 608º al. h), logo se conclui que o primeiro código apenas perspectivava a gestão de carteiras como uma actividade de intermediação em valores mobiliários não existindo previsão legal a tipificá-la contratualmente, como acontece agora com o actual código que dedica um capítulo aos contratos de intermediação.

Por outro lado, também se constata uma significativa diferença quanto ao conteúdo típico da gestão de carteiras, pois o Cód. MVM circunscrevia a actividade de gestão de carteiras à simples administração dos valores mobiliários que a compunham, ou seja, contemplava a abertura e movimentação de contas, o depósito ou o registo de valores

mobiliários²¹³ e o exercício dos direitos inerentes, mas tão só. Desta forma, a realização de operações sobre esses valores estava fora do âmbito da gestão, não pertencendo ao seu conteúdo normal. Era o que decorria da própria letra da lei²¹⁴, na medida em que o legislador consagrava expressamente a necessidade de autorização escrita do cliente para a prática desse tipo de actos.

Já na vigência do Cód. MVM se denotava o cuidado do legislador nos aspectos ligados à liberdade de actuação do gestor e a elasticidade da discricionariedade na prática de actos relativos à carteira. Veja-se que a tal autorização para a realização de operações obedecia a determinados requisitos, isto porque, além de ter que constar de documento escrito, tinha que mencionar os termos, limites e grau de discricionariedade. Aliás, o próprio mandato no qual assentava o exercício da actividade também deveria prever as mesmas menções em relação aos actos compreendidos na gestão²¹⁵.

Finalmente, é de frisar que o actual código em comparação com o código que o antecedeu é deveras mais dedicado aos deveres do intermediário, em especial aos deveres de informação. No Cód. MVM, somente a norma do art. 663^{o216}, inserida no capítulo das normas de conduta, tratava das informações que deviam ser prestadas aos clientes no exercício da actividade de intermediação. É certo que já se encontravam reflexos da

²¹³ MARIA LUÍSA AZEVEDO [et. al.] in “Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar: Anotado e Comentado”, Bolsa de Derivados, 1996, p. 593.

²¹⁴ O art. 608º, sob a epígrafe “actividades de intermediação em valores mobiliários”, na al. h) prescrevia o seguinte: “Consideram-se actividades de intermediação em valores mobiliários as que em seguida se referem, quando exercidas a título profissional: Gestão de carteiras de valores mobiliários pertencentes a terceiros, tendo em vista assegurar tanto a administração desses valores e, nomeadamente, o exercício dos direitos que lhes são inerentes, como, se os seus titulares expressamente o autorizarem, a realização de quaisquer operações sobre eles”. Como complemento, o art. 611º, com a epígrafe “Gestão de Carteiras”, estipulava que: “Nos casos da alínea h) do artigo 608º a autorização do titular da carteira para a realização pelo intermediário financeiro de quaisquer operações sobre os valores mobiliários que a compõem deve constar de documento escrito e fixar, nomeadamente, os termos, os limites e o grau de discricionariedade com que esses actos de gestão podem ser praticados pelo intermediário”.

²¹⁵ MARIA LUÍSA AZEVEDO [et. al.] in “Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar: Anotado e Comentado”, cit., p. 598.

²¹⁶ Na referida norma estava plasmado o seguinte: “1 – Além do mais a que, em matéria de informação, se encontrem obrigados por força de outras disposições do presente diploma e de qualquer legislação geral ou especial aplicável, os intermediários financeiros devem:

a) Fornecer aos seus clientes os esclarecimentos e informações de que estes careçam para tomarem uma decisão fundamentada sobre o investimento ou transacção que pretendam realizar e, nomeadamente, elucida-los, tratando-se de operações que, pela sua natureza ou condições, envolvam riscos especiais, sobre a existência e conteúdo desses riscos e as consequências financeiras que a sua eventual concretização implicará;

b) Informar claramente os seus clientes, antes da execução das operações ou da prestação dos serviços em causa, de qualquer interesse próprio que tenham nessas operações ou serviços, para além dos previstos no artigo 645º;

c) Tratando-se da prestação do serviço de gestão de carteiras de valores mobiliários, informar os clientes sobre os riscos a que ficam sujeitos em consequência da gestão, tendo especialmente em conta os objectivos do investimento, o grau de discricionariedade concedida ao intermediário e os serviços técnicos especializados que este se encontre em condições de assegurar;

d) Informar prontamente os clientes, quer da execução e resultados das operações que efectuem de conta deles, quer da ocorrência de dificuldades especiais ou da inviabilidade dessa execução quer, ainda, de quaisquer factos ou circunstâncias de que tomem conhecimento, não sujeitos a segredo profissional e susceptíveis de justificar, quando for o caso, a revisão e alteração ou revogação das ordens correspondentes.

2 – No cumprimento do que se estabelece no número anterior, os intermediários financeiros devem tomar em consideração, por um lado, o nível de conhecimentos, experiência e profissionalismo dos clientes no tocante ao mercado de valores mobiliários e, por outro, a sua situação financeira e os reflexos que nela possam ter, consoante o seu grau de risco, as operações ordenadas ou os serviços a prestar.”

necessidade das decisões serem fundadas e ponderadas consciencializando os investidores dos riscos e de tudo aquilo que determinada decisão poderia comportar, bem como elementos que conduziam àquilo que hoje a ordem jurídica consagra como dever de adequação das operações. Porém, aquilo que o Cód. MVM previa não se aproximava do exaustivo tratamento que o Cód. VM confere hoje aos deveres dos intermediários.

Quanto à gestão de carteiras em especial, enquanto o Cód. VM dedica alguns preceitos à conformação jurídica das particularidades da gestão de carteiras, como foi abordado nos capítulos precedentes, o Cód. MVM reservava a al. c) do art. 663º a esta actividade em concreto. Daqui se retira que, efectivamente, com o desenvolvimento dos mercados e das actividades de intermediação, assim como com a experiência retirada da primeira codificação, o passar do tempo trouxe consigo uma reformulação da abordagem do direito mobiliário direccionando a atenção para os serviços prestados pelos intermediários e para a figura do investidor que, sem margem para dúvidas, é hoje um dos grandes enfoques do Cód. VM.

1.2 A Versão Originária do Cód. VM

Após a revogação do Cód. MVM com a aprovação, em 1999, do Cód. VM, o ordenamento jurídico regulou os principais tipos contratuais no âmbito da actividade de intermediação, sendo que do diploma aprovado constava, no título dedicado à intermediação, um capítulo regulador dos contratos de intermediação financeira. De acordo com o anteprojecto do Cód. VM, a introdução deste capítulo visava a melhoria da caracterização dos tipos contratuais e a consagração de algumas normas imperativas de protecção²¹⁷.

A regulamentação do contrato de gestão de carteiras decompunha-se em cinco normas previstas nos arts. 332º a 336º²¹⁸, que formavam a secção III do aludido capítulo. No

²¹⁷ PORTUGAL, Ministério das Finanças e CMVM in *“Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários”*, CMVM, 1999, p. 183.

²¹⁸ “Artigo 332.º Conteúdo: 1 - Pelo contrato de gestão de uma carteira individualizada de valores mobiliários, o intermediário financeiro obriga-se: a) A realizar todos os actos tendentes à valorização da carteira; b) A exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários que integram a carteira. 2 - Do contrato de gestão de carteiras deve constar, pelo menos: a) A composição inicial da carteira; b) O tipo de instrumentos financeiros que podem integrar a carteira; c) Os actos que o gestor pode ou deve praticar em nome do cliente; d) O grau de discricionariedade concedida ao gestor; e) Os actos de gestão que podem ser praticados através de terceiro; f) A periodicidade da informação relativa à situação da carteira; g) O elenco dos actos que devem ser especialmente comunicados ao cliente; h) Os critérios para determinar as comissões devidas ao intermediário financeiro.

essencial, estas disposições legais ocupavam-se da forma e conteúdo do contrato e dos deveres do gestor.

Os arts. 332º n.º 1 e 333º n.º 2 encontram correspondência no actual art. 335º n.º 1²¹⁹ e n.º 2, respectivamente, com a ressalva de no lugar de valores mobiliários, a actual redacção utilizar a noção de instrumentos financeiros que é um conceito mais amplo e que o legislador tomou como preferência, o que foi inevitável atendendo à sofisticação dos produtos financeiros²²⁰. O mesmo sucede com o art. 334º que corresponde na íntegra ao art. 336º da versão que agora vigora.

Relativamente ao art. 335º, que previa a forma escrita, as alterações posteriormente introduzidas no Cód. VM conduziram à adopção de uma diferente integração sistemática da disposição normativa da forma do contrato, que agora consta das regras gerais dos contratos de intermediação, o que significa que é uma norma aplicável não só ao contrato de gestão de carteiras como a todas as outras actividades mencionadas no preceito e, por isso, na secção relativa à gestão de carteira nada se dispõe quanto a este aspecto. Também o seu conteúdo sofreu diferentes configurações como se dará conta no ponto 1.3.

Quanto à última norma do art. 336º, parte da sua estrutura é decalcada do art. 663º n.º 1 al. c) do Cód. MVM pelo que subscreve-se o comentário já feito à análise desta norma, ou seja, o legislador, embora já regulasse com maior detalhe as obrigações dos intermediários no exercício da actividade, continuava a não se alongar muito quanto aos deveres no seio da específica relação de gestão de carteiras.

1.2.1 A Actuação Preventiva do Legislador

Posto isto, cumpre de momento apreciar com mais precisão os arts. 332º n.º 2 e 333º n.º

Artigo 333.º Composição da carteira: 1 - Se a carteira admitir na sua composição instrumentos financeiros derivados, o contrato deve indicar se esses instrumentos podem ser utilizados para fim diverso da cobertura de risco das posições dessa carteira. 2 - O disposto no presente título aplica-se à gestão de valores mobiliários, ainda que a carteira integre bens de outra natureza.

Artigo 334.º Ordens vinculativas: 1 - Mesmo que tal não esteja previsto no contrato, o cliente pode dar ordens vinculativas ao gestor quanto às operações a realizar. 2 - O disposto no número anterior não se aplica aos contratos que garantam uma rendibilidade mínima da carteira.

Artigo 335.º Forma e padronização: 1 - O contrato de gestão de carteira está sujeito a forma escrita. 2 - As cláusulas contratuais gerais adoptadas por cada um dos intermediários financeiros estão sujeitas a registo na CMVM.

Artigo 336.º Deveres de informação: O gestor tem o dever de informar o cliente sobre os riscos a que fica sujeito em consequência da gestão, tendo em conta especialmente os objectivos do investimento e o grau de discricionariedade concedida ao gestor.”

²¹⁹ A esta norma será dado um tratamento aprofundado no ponto 3 do presente capítulo.

²²⁰ Muito embora já o anteprojecto do Cód. VM contivesse a indicação que o código também se aplicava aos instrumentos financeiros, “em particular aos instrumentos financeiros derivados” – cfr. PORTUGAL, Ministério das Finanças e CMVM in “*Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 177.

1, o que se justifica pela circunstância de serem estes os preceitos legais com maior incidência no conteúdo do contrato e aqueles nos quais se repercutiram as alterações legislativas, sendo que este último aspecto será tratado autonomamente no ponto 1.3.

Adjectivou-se a actuação do legislador como preventiva por se entender que o n.º 2 do art. 332º, ao designar uma série de elementos que deviam constar do contrato, elencava um verdadeiro conteúdo mínimo e obrigatório do tipo contratual²²¹. Desta feita, o legislador impunha às partes que o contrato, *v.g.*, indicasse a composição inicial da carteira e os instrumentos que poderiam vir a integrá-la, discriminasse os actos que o gestor poderia praticar e ainda aqueles que poderiam ser realizados por terceiro, fixasse o grau de discricionariedade concedida ao gestor.

Mediante este regime, as partes não deixavam de ter liberdade para moldar estes aspectos e definir os seus termos como melhor lhes aprouvesse, contudo, não poderiam ser omissas quanto a eles, não poderiam abdicar da sua conformação. Assim, o legislador acautelava a posição contratual do cliente ao impor que as partes fixassem o objecto do contrato através da descrição da composição inicial da carteira e do tipo de instrumentos que a poderiam integrar, ou seja, dos instrumentos que estariam sujeitos à gestão.

Desta forma, e atendendo ao facto de a composição da carteira sofrer alterações no decurso da gestão, limitava-se *ab initio* o âmbito de actuação do gestor que teria que se circunscrever aos instrumentos pré-definidos no contrato. Estes aspectos conferiam segurança ao cliente que já na fase inicial da relação contratual tinha consciência dos bens que seriam entregues ao gestor para este administrar, assim como se afastava a possibilidade de incluir instrumentos que, no fundo, não desejaria que integrassem a carteira seja porque, entre outras razões, não se enquadravam nos seus objectivos, seja porque implicavam um risco que não queria suportar.

Inevitavelmente que esta opção legislativa permitia uma maior aproximação entre aquilo que são as obrigações típicas da gestão de carteiras, consagradas em abstracto na ordem jurídica, e aquilo que, de facto, vêm a ser as específicas prestações do gestor vertidas num concreto e individualizado contrato. Deste modo, o âmbito da discricionariedade e, conseqüentemente, os seus limites estavam, à partida, definidos, o que significa que logo no

²²¹ Nesse sentido *vide* RUI PINTO DUARTE in “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, *cit.*, p. 366 e MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, *cit.*, p. 39.

momento da celebração do contrato este aspecto encontrava-se determinado²²².

Acresce que, devido à estipulação detalhada que deveria integrar o contrato, a tarefa de concretização das funções do gestor, nomeadamente a obrigação principal de realizar todos os actos tendentes à valorização da carteira, estava facilitada. Se do contrato era obrigatório constar aspectos como os instrumentos, os actos e a discricionariedade, com estes dados era possível determinar com elevada precisão os conceitos utilizados pelo legislador carecidos de concretização. As obrigações do intermediário, enquanto conteúdo da prestação típica do tipo contratual, muito embora brotem da lei, a verdade é que a sua efectivação, em termos das específicas tarefas que lhe são incumbidas e concretos actos a praticar, resulta do contrato que é celebrado. E, neste aspecto, as imprecisões e dúvidas quanto aos elementos mencionados não se colocariam, abstractamente falando, ou, pelo menos, facilmente seriam dissipadas, uma vez que resultariam do próprio contrato os moldes e termos da actuação do gestor através da discriminação destes elementos.

Por outro lado, perante este regime colocavam-se algumas questões no que toca às operações que o gestor poderia realizar. Ora, se a indicação dos actos que o gestor podia praticar integrava o conteúdo mínimo imposto pelo legislador, então, parece que a sua legitimidade para praticar actos, nomeadamente actos de disposição, se esgotaria no elenco que constasse do contrato²²³. Por esta via, o legislador conferia uma maior segurança do lado do cliente que desde a celebração do contrato sabia, com um certo grau de precisão, aquilo que o gestor podia e não podia fazer, que operações estava habilitado a realizar e aquelas que lhe estavam vedadas.

Por força deste regime, também era possível saber com clareza a natureza do mandato do qual emergia a gestão de carteiras, pois essa menção tinha que constar do contrato nos termos do antigo art. 332º n.º 2 al. c) do Cód. VM. Ao passo que, de acordo com as normas actualmente em vigor, as partes já não têm o dever de estipular acerca deste ponto e, daí, a determinação da natureza do contrato se ter que depreender, por vezes, da interpretação do teor do clausulado.

A par de tudo isto, o regime jurídico prevenia outros eventuais problemas fruto da autonomia que caracteriza o exercício da actividade do gestor. Neste particular, refira-se

²²² MARIA VAZ DE MASCARENHAS in “*O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*”, cit., p. 119.

²²³ Assumindo esta posição vide MARIA VAZ DE MASCARENHAS in “*O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres*”, cit., p. 120.

que as als. f) e g) do n.º 2 do art. 332º asseguravam o direito do cliente acompanhar e ser informado dos actos praticados e dos resultados da actividade gestória impondo que, no contrato, estivesse estipulado a periodicidade da transmissão de informação relativa à evolução da carteira e quais os actos que deveriam ser especialmente comunicados ao cliente.

Finalizando, também integrava o conteúdo contratual a explicitação dos critérios da determinação das comissões do gestor elucidando o cliente da prestação que viria a cumprir e, do reverso da moeda, tutelando a posição do gestor que via aí legitimado o direito a exigir a remuneração calculada com base nas condições fixadas.

1.2.2 Razões que estiveram na sua Origem

É um facto que o legislador dedicou especial atenção à definição do contrato de gestão de carteiras e à sua regulamentação, o que se poderá explicar, segundo RUI PINTO DUARTE, pela “gestão de carteiras ser actividade menos estereotipada e potencialmente mais geradora dos litígios”²²⁴.

Talvez por essa razão, na primeira versão do Cód. VM, a opção legislativa tenha passado por ‘sacrificar’ a liberdade contratual na vertente da fixação do conteúdo contratual (e não na sua conformação que se mantinha da disponibilidade dos contraentes) em nome da segurança e protecção do investidor-cliente. Através da imposição de um conteúdo mínimo contratual parece que o legislador receava pela posição do cliente, mais propriamente pelo seu desconhecimento quanto às condições contratuais. Assim, com a sua inclusão no contrato garantiu-se que o cliente teria acesso à descrição detalhada dos principais aspectos inerentes à actividade de gestão²²⁵.

Intimamente ligado ao que se acaba de mencionar surge novamente a questão da discricionariedade e dos abusos nos quais o seu exercício se pode converter. É pacífico aliás, já aqui se defendeu, que a actividade gestória é acompanhada pela característica da autonomia e liberdade de actuação, é algo que lhe é próprio, mas que também poderá comportar algumas desvantagens. Talvez prevendo as situações de abuso da margem de

²²⁴ In “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, cit., p. 357.

²²⁵ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*O Mandato Bancário*”, cit., p. 145, já dava conta, embora em sede do regime das sociedades gestoras, da importância de se estipular as condições, limites e grau de discricionariedade da gestão referindo que “entre o cliente e a sua gestora deve ser convencionado qual o objecto da gestão”.

liberdade do gestor no exercício da gestão e receando pelas potenciais violações de deveres de actuação, o regime jurídico da gestão de carteiras, que à data se instituiu, foi no sentido de precaver o mau uso da discricionariedade concedida.

No âmbito da intermediação financeira não há margem para dúvidas que a gestão de carteiras é um dos tipos contratuais que, pelas características que apresenta, pode originar um maior número de situações violadoras das posições jurídicas e dos interesses do cliente. Relembre-se que o contrato em estudo consiste na gestão, dotada de autonomia e discricionariedade, de um património alheio e precisamente por isso assenta numa estreita relação de confiança. O grau de confiança depositada na actuação do gestor é completamente proporcional ao grau de responsabilidade que recai na sua esfera. Se o cliente entrega parte do seu património ao gestor para este, de acordo com os seus conhecimentos técnicos e especializados na área, o valorizar e incrementar, aquilo que se espera do gestor será no mesmo grau de proporção. Está aqui em causa a prossecução pelo gestor de interesses que pertencem a outrem, o que envolve um especial cuidado nas decisões que toma e nos actos que pratica.

A preservação desta confiança é de tal modo importante que o legislador pretendeu ao máximo afastar os perigos que ao consumarem-se, não a deixariam intacta. Por isso, acautelou que certos elementos teriam que constar de forma expressa e clara no contrato como, e exemplifique-se por ser bem ilustrativo, o art. 332º n.º 2 na sua al. e) do Cód. VM na versão em análise ao exigir que o cliente conhecesse previamente quais os actos que poderiam ser praticados por terceiro.

Concluindo, crê-se que todos os factores apontados concorreram para uma tomada de posição por parte do ordenamento jurídico mais cautelosa e, conseqüentemente, mais minuciosa criando nas partes o ónus de fazer constar no contrato um conjunto de elementos que constituíam uma formalidade do próprio tipo contratual.

1.3 A Actual Redacção dos Preceitos Legais do Cód. VM

Em 2007, com o DL 357-A/2007, de 31 de Outubro, a secção do Cód. VM que se ocupava da gestão de carteiras ficou reduzida a duas normas, os actuais arts. 335º e 336º. No seguimento da análise que tem sido feita à evolução do regime jurídico do contrato de

gestão de carteiras, é o momento de findar com a redacção que vigora e ponderar as implicações, positivas e/ou negativas, trazidas pelas mudanças operadas.

1.3.1 Breves Apontamentos Gerais

Nas considerações introdutórias do DL 357-A/2007 pode ler-se que as alterações visam, entre outros aspectos que para o presente estudo não relevam, a actualização dos serviços e das actividades de investimento e o desenvolvimento das normas de conduta dos intermediários.

Com base nestas explicitações e tendo em atenção as matérias visadas pela alteração legislativa comprova-se o desenvolvimento da regulamentação dos deveres do intermediário, pelo que na secção do contrato de gestão de carteiras já não consta a norma dedicada à informação. Agora, ao invés de uma única disposição normativa direccionada em exclusivo para a gestão de carteiras, são diversas e extensas as normas referentes aos deveres gerais do intermediário que são complementadas por alguns preceitos redigidos em particular para a gestão de carteiras. Portanto, quanto a este aspecto diga-se apenas que verificou-se um claro alargamento da regulamentação jurídica no seguimento da crescente preocupação com a protecção do investidor.

Também é merecedor de referência o regime da forma legal do contrato de gestão de carteiras, visto que a alteração introduzida em 2007 teve efeitos práticos significativos até ao passado recente. Denote-se que, à data das referidas mudanças legislativas, o legislador deixou cair a imposição de forma escrita para a generalidade dos contratos de gestão de carteiras, impondo-a tão só para aqueles que fossem celebrados com investidores não profissionais. Sucede que, com a última alteração introduzida no Cód. VM pelo DL 35/2018, de 20 de Julho, o legislador volta a alargar o âmbito de aplicação do requisito formal não só aos investidores não profissionais, como aos investidores profissionais.

Neste ponto, crê-se que a actual redacção do art. 321º n.º 1 do Cód. VM é mais consentânea com as razões de segurança e certeza jurídicas que nos levam a defender a opinião de que o mais conveniente é que todo e qualquer contrato de gestão de carteiras obedeça à forma escrita.

1.3.2 O Recuo do Legislador

Após a exposição destas breves notas, centre-se o pensamento crítico nas alterações substanciais ao regime jurídico da gestão de carteiras, uma vez que da actual redacção dos preceitos não resulta a consagração de qualquer conteúdo contratual mínimo.

Ora, os elementos previstos no art. 332º n.º 2 da redacção do Cód. VM anterior à alteração, sobre os quais as partes poderiam conformar de acordo com a sua vontade, mas tendo obrigatoriamente que os fazer constar do contrato, já não se encontram na secção que regula o contrato de gestão de carteiras, nem em nenhuma outra parte do Cód. VM, pelo menos, com a mesma finalidade e com os mesmos moldes²²⁶.

É certo, como já se teve a oportunidade de referenciar, que o legislador aprofundou os deveres do intermediário e elencou uma série de informações a prestar ao cliente tendo o cuidado de destacar normas para a particular relação de gestão de carteiras e, por esse motivo, seria desnecessário repetições em sede da regulação do contrato. Contudo, o que se pretende evidenciar é que a alteração operou ao seguinte nível: no lugar de um conjunto de aspectos que teriam que estar regulados no contrato constituindo um conteúdo contratual obrigatório, o legislador afastou na totalidade este conteúdo e transformou alguns desses elementos em deveres de informação do intermediário.

Desta forma, actualmente as partes gozam de liberdade de fixação do conteúdo a par da liberdade de conformação do mesmo, sendo que esta última já lhes era conferida antes da alteração ocorrida. Ou seja, anteriormente as partes eram obrigadas a estipular no contrato aqueles elementos previstos na lei, pois tinham que nele constar, embora quanto ao seu teor fossem livres de determinar em que moldes é que se regeria a gestão; com a alteração, o legislador recuou na sua intervenção e cedeu espaço às partes, que agora não têm nenhuma imposição quanto a aspectos, sendo decisão sua clausular ou não clausular acerca dos tais elementos que constituíam o conteúdo mínimo do contrato.

O recuo do legislador prende-se tão só com o que se acaba de explicitar e, portanto, não se quer com isso dizer que passou a ser totalmente omissos quanto a aspectos que até então

²²⁶ Note-se que apenas o art. 321º-A, com a epígrafe “Conteúdo mínimo dos contratos”, elenca alguns elementos que devem constar dos contratos de intermediação financeira, mas somente quando celebrados com investidores não profissionais. Em todo o caso, esse conteúdo naturalmente que não corresponde àquele que era previsto para a gestão de carteiras. Algumas semelhanças poderão ser encontradas: na obrigatoriedade de descrição dos serviços a prestar (no entanto, basta uma descrição geral) e na indicação dos instrumentos financeiros objecto do serviço e dos direitos e deveres das partes.

tinha regulado. Aliás, a consagração dos deveres de envio de extracto periódico, de conhecer o cliente e de adequação das operações a realizar, que são reforçados no âmbito da gestão de carteiras, são uma expressão da tutela do legislador. Nesse sentido, a concretização nomeadamente destes deveres vai ao encontro da razão primordial que também orientou o legislador da redacção originária: a protecção do cliente e a prossecução dos seus interesses. Veja-se, *v.g.*, o caso da indicação no contrato dos instrumentos financeiros que poderiam integrar a carteira: não é imprescindível que conste expressamente do contrato porque um gestor que conheça o seu cliente tem perfeita noção do seu tipo preferencial de instrumentos financeiros.

As mesmas considerações poderão ser invocadas para a fixação, que outrora era exigida, do grau de discricionariedade e dos actos que o gestor poderia praticar. Poderá conjecturar-se que aquilo que esteve na origem da decisão do legislador em abster-se de impor que determinados elementos constem do conteúdo do contrato foi o reforço dos deveres dos intermediários numa fase prévia à execução do contrato e até mesmo à sua celebração.

Por outro lado, uma das respostas plausíveis para as alterações ocorridas poderá relacionar-se com a mudança de perspectiva do legislador, agora mais direccionada para a prevenção e conferindo maior funcionalidade ao princípio de protecção dos interesses do cliente e ao dever de adequação das operações. Partindo do princípio que o gestor conhece o perfil do cliente enquanto investidor, assim como os seus objectivos de investimento, a partir destes factos conseguirá delimitar os actos que integram a gestão que lhe foi incumbida e terá as ferramentas necessárias para dosear a discricionariedade da sua actuação, de forma a realizar os interesses do seu cliente.

Destarte, o legislador optou simplesmente por não interferir no conteúdo contratual, preferindo operar ao nível dos deveres a observar antes da consumação da relação e que se prolongam em toda a execução do contrato. O que não invalida que se entenda que, na verdade, houve um recuo do legislador, mais propriamente na redução da sua intervenção ao nível da estruturação do contrato, pois no regime jurídico em vigor, já não se contempla qualquer disposição normativa que se debruce sobre o conteúdo do contrato. Assim, o legislador limita-se a caracterizar o tipo contratual e a indicar as prestações principais que dele emergem e já não se pronuncia quanto aos elementos que considera que devem

integrar o seu conteúdo, deixando na total disponibilidade das partes aquilo que querem e como querem conformar contratualmente.

1.3.3 Análise da Opção Legislativa e suas Eventuais Implicações Práticas

Após a tentativa de apresentação das razões que possivelmente impulsionaram a alteração legislativa de 2007, não se poderia deixar de dissecar acerca dos efeitos práticos que as mesmas possam ter desencadeado e, simultaneamente, contribuir para a formação de uma opinião construtiva das opções legislativas tomadas.

Começamos então pelo resultado mais imediato e manifestamente perceptível sem necessidade de longas e profundas análises. É, pois, uma evidência que o regime que resulta das alterações *supra* analisadas é acompanhado de uma maior flexibilidade no lugar de uma certa rigidez, herança do Cód. MVM e que ainda se fazia sentir na redacção originária do Cód. VM. Torna-se claro que a eliminação da disposição normativa que exigia a previsão contratual de um considerável conjunto de elementos é um reflexo da cedência do legislador, cuja actuação até então se demonstrava impositiva.

De igual modo, o legislador ao deixar cair o conteúdo mínimo do contrato de gestão de carteiras permite que o regime jurídico se molde consoante as relações contratuais concretamente encetadas alargando, por inerência, o campo de actuação da autonomia privada das partes²²⁷.

Todavia, a mudança não vem somente acompanhada de vantagens. No reverso da moeda, surgem os riscos da ampla liberdade conferida pelo legislador. Se no regime anterior, por força da exigência do conteúdo mínimo, as condições em que a gestão era exercida resultavam explicitamente do contrato, hoje, caso o clausulado não preveja estes aspectos ou apenas se refira a eles implicitamente, será mais difícil extrair em que precisos termos as partes desejaram a execução do contrato.

A esta dificuldade somam-se outras, entre as quais se destaca a aferição do

²²⁷ O princípio da autonomia privada encontra-se plasmado no art. 398º do C.C. como regra geral do direito das obrigações e tem como corolário o princípio da liberdade contratual consagrado no art. 405º do C.C. – cfr. anotações às referidas normas por PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. I, Reimp. da 4ª Ed. Revista e Actualizada, Coimbra Editora, 2011, pp. 348 e 355. De acordo com os ensinamentos de ANTUNES VARELA in “*Das Obrigações em Geral*”, Vol. I, Reimp. da 10ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2017, pp. 231 e 232, a autonomia privada é mais ampla que a liberdade contratual, uma vez que esta limita-se ao “poder de auto-regulamentação dos interesses concretos e contrapostos das partes, mediante acordos vinculativos”, enquanto que aquela consiste no “poder que os particulares têm de fixar, por si próprios, a disciplina juridicamente vinculativa dos seus interesses”.

cumprimento da prestação principal do gestor e, com conexas ligações, a protecção e prossecução dos interesses do cliente. Basta pensar-se na possibilidade do contrato nada estipular quanto às condições, limites e grau de discricionariedade. Questiona-se quais serão, neste caso, os elementos ou factores indicativos do cumprimento do dever de realização de todos os actos tendentes à valorização da carteira. Como se conseguirá aferir da sua realização quando o próprio conceito só por si carece de concretização?

Na doutrina, ainda na vigência da redacção anterior, ANA AFONSO comentava que a cláusula que fixava os termos e o grau de discricionariedade funcionava como um auxiliar na aferição do cumprimento do dever de boa gestão²²⁸. A apreciação da Autora vem reforçar o que aqui se defende, ou seja, uma redacção contratual abstracta ou até mesmo omissa quanto a este ponto em especial, como a lei abriu portas à sua ocorrência, dificulta a tarefa de averiguação da actuação do gestor no interesse do cliente e da prática diligente dos actos devidos.

Acresce que, como é natural que aconteça, a composição da carteira vai-se alterando com a execução da gestão e, neste ponto em especial, a delimitação, que a ocorrer deve ser dotada de certa flexibilidade, do tipo de instrumentos que integram a política de investimento é um factor que contribui de forma significativa para se aferir, *a posteriori*, da valorização da carteira e da sua consonância com as finalidades de investimento do cliente e a prossecução dos seus interesses. Como afirmam JORGE ALVES MORAIS e JOANA MATOS LIMA “a maior ou menor discricionariedade da gestão é pré-determinada pelo tipo de carteira que o cliente pretende ver gerida (por exemplo, a percentagem de aplicações em depósitos, e em obrigações ou em acções)”²²⁹. No entanto, importa ter em atenção outros factores que concorrem para a determinação do grau de discricionariedade, como a liberdade de decisão das operações a realizar e a diversificação dos bens que compõem carteira que poderá operar no decurso da gestão.

Assim, é inevitável que a determinação e descrição dos moldes e do próprio conteúdo da gestão a exercer constituem elementos orientadores, em primeiro lugar, na concretização dos deveres do gestor, como os deveres de adequação das operações e de diligência e, em segundo lugar, na verificação do seu efectivo e real cumprimento. Diversamente, como a “a

²²⁸ In “*O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro*”, *cit.*, pp. 81 e 82. A Autora ilustra a sua observação com a situação do investidor aceitar as vantagens de operações especulativas e depois, infundadamente e sem legitimidade para tal, responsabilizar o gestor pelos prejuízos dessas operações.

²²⁹ In “*Código dos Valores Mobiliários Anotado*”, *Quid Juris*, 2015, p. 561.

lei admite uma ampla margem de conformação do conteúdo negocial” quanto “à discricionariedade admitida pelo cliente e ao âmbito dos actos a realizar pelo gestor”²³⁰, na grande maioria dos casos, tornar-se-á mais complicado aferir do cumprimento das prestações contratuais e dos deveres legais que lhes estão associados. Para além disso, nestas situações o próprio juízo de apreciação feito pelo gestor quanto à adequação das operações e aos interesses do cliente não se encontrará balizado pelas cláusulas contratuais, como ocorria no regime anterior. Saliente-se que o gestor via, desde de início, a sua actuação condicionada pelos elementos que por imposição legal tinham que estar previstos no contrato, embora essas limitações variassem conforme o conteúdo acordado.

Em refutação dos argumentos expostos poderá invocar-se a extensa previsão e regulação dos deveres de informação que abarcam todos os elementos essenciais da relação de gestão de carteiras e que acabam por consumir os aspectos que integravam o conteúdo mínimo do contrato. É um facto e não se nega, até porque seria contraditório uma vez que já se defendeu que a imposição de deveres de informação advém das mesmas razões que estavam presentes na redacção anterior do regime do contrato de gestão de carteiras. No entanto, a sujeição a estes deveres só realizará os objectivos pretendidos se, na prática, foram verdadeiramente cumpridos. E ‘verdadeiramente cumpridos’ significa que o cliente tem que ter um conhecimento real, tem que compreender o alcance daquilo que é transmitido, pois o intermediário não fica desonerado com a mera comunicação das informações.

O recurso ao argumento dos deveres do intermediário poderá sair ainda mais fragilizado considerando que as normas²³¹ que importam para a questão que aqui se discute centram-se principalmente na fase pré-contratual, além de que aquelas que se dirigem especialmente à gestão de carteiras foram redigidas, grosso modo, tendo em vista o serviço a prestar e o contrato a realizar com um investidor não profissional. Destarte, actualmente a lei verte um leque variado de deveres de informação que, no entanto, não têm a mesma abrangência comparativamente com a imposição do conteúdo mínimo que outrora o nosso regime jurídico previa.

Por outro lado, é de toda a conveniência frisar que o acervo normativo em vigor relativo aos deveres dos intermediários, em particular os deveres de informação, pauta-se por uma

²³⁰ GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in “*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*”, cit., p. 26.

²³¹ Cfr. arts. 312º, 321º-A e 323º do Cód. VM.

redacção menos exaustiva e detalhada, a par de um considerável número de preceitos terem sido revogados em virtude da última alteração legislativa operada pela Lei 35/2018, de 20 de Julho. Se após a eliminação da exigência do conteúdo mínimo contratual da gestão de carteiras, o legislador entendeu intervir preferencialmente pela imposição de deveres aos intermediários, neste momento, específicos elementos da relação de gestão de carteiras, como os instrumentos que a compõem e o exercício da discricionariedade, já não estão previstos com o mesmo grau de clareza e definição²³².

Outro problema que se poderá colocar é o de saber se posteriormente essas informações são ou não vertidas no contrato que em concreto for celebrado e, em caso afirmativo, qual o alcance da sua compreensão, uma vez que o contrato de gestão de carteiras é normalmente um contrato de adesão sendo que as cláusulas não são discutidas, nem definidas em conjunto pelas partes.

Por todas as razões enunciadas, fica-se com a percepção que este regime jurídico operado pela intervenção legislativa é que veio na realidade consagrar uma ampla autonomia privada no que ao tipo legal diz respeito, que era mais diminuta na versão originária do Cód. VM, ao contrário daquilo que era defendido pelo grupo de trabalho encarregado da elaboração do código substituto do Cód. MVM²³³. Não se pretende apelar à excessiva determinação do conteúdo da gestão através de uma exaustiva estipulação das condições contratuais, o que entraria em colisão com a autonomia do gestor no exercício da actividade gestória e poderia criar obstáculos na própria execução. Ainda assim, tende-se a considerar que o actual regime do contrato de gestão de carteiras acentua a dificuldade de materializar aquilo que o legislador designou de ‘actos tendentes à valorização da carteira’ fazendo com que todo o *iter* a percorrer na apreciação da prática dos actos necessários à realização de uma gestão que teve em vista o incremento da carteira se demonstre mais sinuoso.

²³² Denote-se que o art. 312º-D do Cód. VM, que consagrava expressa e exclusivamente informação adicional a prestar no serviço de gestão de carteiras, foi eliminado. Esta norma era aquela que mais se aproximava dos elementos que formavam o conteúdo mínimo obrigatório, sendo que actualmente o art. 312º do Cód. VM é o preceito que nos remete para estas matérias, embora muito superficialmente e com uma redacção pensada para a generalidade dos serviços e actividades de intermediação financeira.

²³³ Aludimos às considerações apresentadas nessa altura pelo grupo de trabalho relativas ao anteprojecto do Cód. VM, nomeadamente que a regulamentação e a introdução de algumas normas imperativas não iriam afectar a disponibilidade das partes mantendo-se “todo o espaço de autonomia privada, enquadrada pelo regime geral dos contratos” – cfr. PORTUGAL, Ministério das Finanças e CMVM in “Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários”, *cit.*, p. 183.

2. A Existência de uma Relação Fiduciária *versus* A Consagração da Liberdade Contratual de Conformação da Actuação do Gestor

Às relações de confiança está associada a atribuição de poderes, normalmente, discricionários. Este circunstancialismo é frequente nas relações comerciais e observa-se de forma vincada nas relações jurídicas que assumem a forma de mandato²³⁴. Partindo das ilações inicialmente retiradas, como o contrato de gestão de carteiras tem natureza de mandato e uma das características da gestão é a discricionariedade, obviamente que o tipo contratual estrutura-se numa relação de confiança criada entre o gestor e o cliente.

Por sua vez, essa relação de confiança poderá influenciar a conformação do conteúdo contratual que poderá, assim, espelhar a intensidade da fidúcia que envolve as partes.

2.1 A Relação de Confiança na base do Tipo Contratual

O mandato tem na sua base uma especial ‘relação de confiança’ e, por essa razão é comum falar-se de um ‘negócio fiduciário’. MENEZES CORDEIRO aborda a diferenciação destes conceitos considerando que em termos de estrutura são distintos mas que, na verdade, há aspectos em que se tocam, nomeadamente a nível interno, visto que “no que ao conteúdo das obrigações das diversas partes respeita, existe uma inegável proximidade entre os negócios fiduciários e as relações de confiança”²³⁵. É somente no sentido de especial relação de confiança que nos referimos e não ao negócio fiduciário no seu sentido técnico²³⁶. De todo o modo, para evitar incoerências e fazer uso dos termos com maior precisão e critério será dada preferência a expressões como fidúcia ou confiança em detrimento do conceito de ‘negócio fiduciário’.

Doutrinalmente são diversas as teorias unitárias com o intuito de abranger todo o tipo de relações fiduciárias. De forma bastante sintetizada²³⁷ expõem-se as seguintes:

²³⁴ MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 261 e 263.

²³⁵ In “*Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 289. Também do mesmo autor vide “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., p. 269: do ponto de vista estrutural, no negócio fiduciário verifica-se “uma distinção material entre o titular do direito e o seu beneficiário último”, o que não ocorre nas relações de confiança.

²³⁶ Como adverte JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, cit., pp. 85 e 86: “os actos jurídicos objecto do contrato não se resumem a transferências do direito de propriedade sobre bens”. Igualmente, MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, cit., p. 118.

²³⁷ Para maiores desenvolvimentos vide MENEZES CORDEIRO in “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, cit., pp. 270 e ss.

- Teoria da propriedade que considera relação fiduciária todas aquelas em que ocorra uma dissociação entre a titularidade do direito ou o controlo de facto sobre a coisa corpórea e o benefício efectivo do bem;

- Teoria do poder ou da discricionariedade que realça as limitações legais que são impostas ao exercício dos poderes discricionários, de forma a garantir que os mesmos são exercidos exclusivamente no interesse do beneficiário;

- Teoria do escopo que assenta numa perspectiva finalística entendendo que o fiduciário, aceitando a prossecução dos fins para os quais foi contratado, não se poderá afastar dos objectivos pretendidos pelo beneficiário;

- Teorias do interesse que se baseiam na ideia de prossecução de interesses de terceiros.

Numa tentativa de concretização prática de algumas destas ideias, dir-se-ia que no contrato de gestão de carteiras a alusão à natureza fiduciária prende-se com a confiança depositada na entrega do acervo patrimonial que será objecto da gestão. Como PAULO CÂMARA evidencia na gestão de carteiras “é mais aguda a natureza fiduciária da prestação do intermediário”²³⁸. Naturalmente que não se excluem as situações em que esta confiança também se repercute na pessoa do gestor²³⁹, ou seja, quando a escolha do gestor pelo cliente é determinante para se estabelecer a relação contratual, mas o enfoque aqui dado reside na confiança depositada na correcta gestão exercida pelo gestor tendo em vista o incremento da carteira.

Independentemente da confiança reflectir-se logo no momento da celebração do contrato pela escolha de um intermediário em específico, o certo é que são patentes os elementos fiduciários que se fazem sentir na relação de gestão de carteiras. Basta recuar um pouco nas reflexões apresentadas quando se constatou que o cliente coloca sob a responsabilidade do gestor determinado património do qual é titular e confia-lhe a sua administração e rentabilização. Ora, estes circunstancialismos que conduzem a que o gestor aja no interesse do cliente, prosseguindo os objectivos deste e ainda com poder

²³⁸ PAULO CÂMARA, “O Dever de Adequação dos Intermediários Financeiros” in *Estudos em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Vol. II, Almedina, 2008, p. 1314.

²³⁹ JANUÁRIO COSTA GOMES in “*Em Tema de Revogação do Mandato Civil*”, *cit.*, p. 97 em nota de rodapé e p. 98, ao tratar do fundamento da livre revogabilidade, faz menção a esta perspectiva da confiança na relação de mandato. Também MARIA MIGUEL REBELO PEREIRA in “*Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)*”, *cit.*, p. 60, dá nota de que, no actual *modus operandi* das actividades e serviços de intermediação financeira, “contrará mais para a escolha do gestor, o prestígio de determinada instituição que o profissional concreto que toma as decisões de investimento”.

discricionário para actuar e tomar decisões revelam uma dimensão de especial fidúcia.

Constatando-se esta especial fidúcia naturalmente que serão activados instrumentos que a tutelam, mais precisamente, os especiais deveres de conduta²⁴⁰. Acerca desta questão MENEZES CORDEIRO equipara os deveres aos quais o intermediário, no âmbito de uma relação de mandato, está vinculado àqueles previstos para os administradores no artigo 64º do Código das Sociedades Comerciais (CSC)²⁴¹. Tal como os administradores de sociedades comerciais prosseguem o interesse social e para tanto devem exercer a actividade comercial de acordo com os padrões de um profissional criterioso, cuidadoso e leal, também o gestor na prossecução dos interesses do seu cliente está vinculado à mesma génese de deveres quando executa a gestão que lhe foi confiada.

Em suma, o intermediário, em particular o gestor da carteira, deverá ser visto como um fiduciário²⁴², na medida em que prossegue os interesses do cliente. Esta actuação no interesse de outrem será aferida concretamente atendendo às circunstâncias específicas de cada caso, como as obrigações que emergem da relação contratual e adstringem o gestor, a par dos restantes deveres que extravasam a relação com o cliente. Outra resposta da doutrina às dificuldades de determinação dos conceitos é o recurso aos designados índices de significância, isto é, a indicadores da fidúcia, como o grau de discricionariedade conferida ao intermediário.

2.1.1 O Impacto da Confiança na Conformação do Conteúdo Contratual

O grau de confiança que o cliente deposita na actividade do gestor poderá, desde logo, aferir-se por via do conteúdo contratual que regula a gestão da sua carteira. Por outro lado, acredita-se que a última alteração legislativa, que afastou a imposição de um conteúdo mínimo que constasse no contrato celebrado pelas partes, poderá acentuar o reflexo da confiança nas cláusulas apostas no contrato.

²⁴⁰ Em torno dos especiais deveres de conduta do intermediário desenvolvem-se na doutrina teorias que buscam o seu fundamento. Para o ilustrar, faz-se referência à '*Fiduciary Duties*' que considera que é precisamente da relação de confiança que emergem acrescidos deveres de cuidado e de diligência e ainda à '*Agency Theory*' anglo-saxónica que, por sua vez, encontra explicação para um padrão de diligência mais exigente nas especificidades da actividade de intermediação financeira (v.g.: a maior complexidade, a assimetria informativa, o risco) - cfr. GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS SANTOS in "*A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente*", cit., pp. 168-172.

²⁴¹ In "*Direito dos Valores Mobiliários*", cit., p. 285.

²⁴² Segue-se a opinião de MENEZES CORDEIRO in "*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*", cit., p. 285. O autor acrescenta que apesar da qualidade de fiduciário os intermediários não podem, no entanto, ser vistos como "puros sujeitos fiduciários" devido à complexidade da actividade que exercem - p. 286 e 287.

De modo a ilustrar o pensamento aqui vertido, imagine-se a situação em que o cliente tem máxima confiança na estratégia de investimento delineada pelo gestor e nas decisões de investimento por ele tomadas tendo em vista a valorização da carteira. Neste caso, não será de todo despropositado colocar a hipótese de no contrato não constar com algum detalhe as operações a realizar ou os moldes em que a discricionariedade do gestor é exercida. Porém, na mesmíssima situação, se ainda fosse imposto o conteúdo mínimo obrigatório estes elementos estariam insertos no contrato.

Ou seja, se num passado recente certos elementos constariam do contrato independentemente de as partes sentirem necessidade de os regular, isto é, sentissem ou não confiança suficiente para não os clausular expressamente, neste momento, sem dúvida que a confiança criada entre gestor e cliente será um factor no mínimo relevante, se não preponderante, na maior ou menor dimensão da regulamentação, na determinação do conteúdo das cláusulas e na própria redacção das mesmas, ora mais minuciosa, ora menos pormenorizada.

Chega-se a estas deduções sobretudo pelo facto de a relação gestor e cliente antes de ser uma relação de gestão de carteiras, é uma relação de confiança, acrescentar-se-ia de especial confiança, sendo que toda a estrutura daquela assenta e constrói-se a partir desta. Se esta especial fidúcia é o suporte que sustenta a relação contratual é inevitável que influencie a regulamentação dos interesses de cada uma das partes e, em consequência, esteja de certo modo vertida no conteúdo contratual.

2.2 A Inerente Autonomia do Gestor e os Interesses do Cliente

A autonomia é um “elemento característico” do tipo, desde logo, porque gestão implica autonomia e a própria lei assim o vê, reflectindo-o no nome do tipo legal²⁴³. Para além disso, apesar de agora não se exigir a definição do grau de discricionariedade, a lei, em alguns preceitos, continua a aludir a esta característica que independentemente de ser ou não expressamente referenciada não deixa de pertencer à essência do tipo contratual.

Por outro lado, do ponto de vista estrutural, o mandato tem na sua génese um interesse pertencente a outrem. Poderá conjecturar-se se o mandatário realizará efectivamente esses

²⁴³ RUI PINTO DUARTE in “*Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários*”, cit., p. 367.

interesses alheios com o mesmo cuidado que realizaria interesses próprios, com o acréscimo de lhe ser conferida liberdade de actuação, factor fortemente potencializador de abusos da margem de discricionariedade concedida. A chave para coadunar estes dois pontos, aparentemente opostos, passa por encarar a autonomia como estando ao serviço da satisfação desses mesmos interesses.

Veja-se, v.g., que ao mandatário é conferida, nos termos do art. 1162º do C.C.²⁴⁴, a faculdade de não executar o mandato e de se afastar das instruções recebidas. No entanto, como prossegue interesses alheios esta decisão será sempre temperada pela diligência devida e pela boa-fé impondo-se como limite legal ser “razoável supor que o mandante aprovaria a sua conduta”. Importando a *ratio* da norma invocada para a gestão de carteiras, a primazia está na prossecução do interesse do cliente: no regime civilista, face a circunstâncias supervenientes que modifiquem a vontade do mandante, o mandatário deverá actuar em sentido diverso das instruções emitidas ou até mesmo abster-se da execução dos actos, de forma a ir ao encontro dessa mesma vontade; na gestão de carteiras, é necessário que o gestor seja dotado de autonomia para que possa rentabilizar a carteira, visto que é ele quem detém os conhecimentos não devendo a sua liberdade de actuação estar cegamente condicionada às instruções do cliente que não é um profissional especializado na área.

A autonomia funciona como um instrumento na tarefa de prosseguir os interesses do cliente e, portanto, o seu uso não poderá colocar em crise aqueles interesses. Por isso, se impõe a avaliação do seu perfil, a proibição de tomada de decisões casuisticamente e da remuneração do serviço em função do número de operações que o gestor realize²⁴⁵. O gestor deve ter sempre presente a prevalência do interesse do cliente que deriva do dever de lealdade²⁴⁶ que tem para com ele e que, atendendo à natureza da relação contratual, se afirma de um modo mais intenso que a generalidade das relações contratuais.

Conclui-se que a actuação do gestor tem que se ajustar aos interesses do cliente, o que é logo uma decorrência da natureza de mandato da gestão de carteiras, uma vez que ao

²⁴⁴ Cfr. anotação de PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, *cit.*, p. 797.

²⁴⁵ Estes aspectos são aludidos na anotação ao art. 309º do Cód. VM relativo aos princípios gerais em matéria de interesses por NUNO RICARDO DA PENA in “*Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*”, N. R. Pena, 2015, p. 321.

²⁴⁶ Em anotação ao art. 309º n.º 3 do Cód. VM, JORGE ALVES MORAIS e JOANA MATOS LIMA in “*Código dos Valores Mobiliários Anotado*”, *cit.*, pp. 486 e 487, realçam a importância deste dever quando referem que o intermediário não poderá invocar o regime aplicável à colisão de direitos previsto no art. 335º C.C. precisamente por estar vinculado ao dever de proteger e dar prevalência aos interesses do cliente.

mandatário é-lhe incumbida a realização de uma tarefa alheia e depois, num segundo plano, é o que culmina dos deveres inerentes à actividade do intermediário, mais precisamente o dever de protecção dos interesses dos seus clientes. Perante isto, os interesses do cliente terão sempre que se projectar no exercício da autonomia do gestor²⁴⁷.

2.2.1 Dos Limites da Liberdade de Actuação do Gestor

Pese embora decorra da própria natureza do contrato de gestão de carteiras a actuação do gestor com determinada margem de liberdade, em circunstância alguma deixará, mesmo que o cliente lhe confira absoluta autonomia, de ser orientada por um conjunto de critérios agrupados em três grandes grupos: princípios e deveres de fonte legal; ordens vinculativas; cláusulas contratuais.

Mediante uma gestão que obedeça a todos estes parâmetros inevitavelmente se concluirá que o gestor praticou os actos conducentes à valorização da carteira. Destarte, a realização da gestão encontra-se balizada, como se verá, não correndo o risco de se confundir ou até mesmo cair na malha da arbitrariedade.

2.2.1.1 Os Princípios e Deveres de Fonte Legal

Sem prejuízo da relevância de todos os princípios referenciados no começo da presente investigação²⁴⁸, ao momento aqui chegados deverá analisar-se a imposição de uma conduta de acordo com os ditames da boa-fé²⁴⁹. Naturalmente que a boa-fé, enquanto princípio basilar do direito das obrigações e dos negócios jurídicos, não deixaria de ter a mesma preponderância na relação de gestão de carteiras²⁵⁰.

O gestor no exercício da sua actividade deve agir segundo a boa-fé adoptando “uma linha de correcção e probidade”²⁵¹, o que significa que não basta o mero cumprimento da

²⁴⁷ Como constata FELIPE CANABARRO TEIXEIRA, “Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 31, Dez. 2008, p. 56, “há uma limitação, ou melhor dizendo, é imposto um filtro na actividade do intermediário financeiro”.

²⁴⁸ Cfr. ponto 2.1.2 do Capítulo I.

²⁴⁹ Para um estudo mais aprofundado do instituto da boa-fé vide MENEZES CORDEIRO in “*Da Boa-fé no Direito Civil*”, 7ª Reimp., Almedina, 2017.

²⁵⁰ Como faz menção FERNANDO BAPTISTA DE OLIVEIRA in “*Contratos Privados: Das Noções à Prática Judicial*”, Vol. I, 2ª Ed. Revista e Ampliada, Coimbra Editora, 2015, p. 199, o princípio da boa-fé “é de aplicação geral a todos os domínios do jurídico”.

²⁵¹ ALMEIDA COSTA in “*Direito das Obrigações*”, cit., p. 122. Já FERNANDO BAPTISTA DE OLIVEIRA in “*Contratos Privados: Das Noções à Prática Judicial*”, cit., p. 198, define a boa-fé como a “conduta honesta, leal, correcta, própria de uma pessoa de bem”.

prestação; exige-se mais, exige-se que realize a prestação de acordo com a boa-fé, ou seja, a prestação principal – execução da gestão – é acompanhada de deveres acessórios de protecção, esclarecimento e lealdade²⁵². Acresce que a boa-fé não é um conceito pré-determinado, pelo contrário, é dotado de flexibilidade permitindo ajustar-se a cada situação²⁵³. O seu conteúdo maleável conduz a que em certas relações, como acontece com a gestão de carteiras, a sua presença se faça sentir com mais veemência, assim como os deveres de conduta a ela associados.

Nesse sentido, esta regra de conduta, remetendo para os ensinamentos de MENEZES CORDEIRO, “reduz a margem de discricionariedade da actuação privada, em função de objectivos externos”²⁵⁴. Nessa medida, a boa-fé surge como um dos vectores que contribui para o cumprimento efectivo e não apenas formal da prestação do gestor, de forma a realizar o escopo contratual²⁵⁵, ou seja, o interesse visado com o contrato celebrado. No caso do tipo contratual em estudo, a conduta do gestor estará em conformidade com os ditames da boa-fé quando à realização da prestação corresponda um exercício substancial da mesma, isto é, quando se constate a prática dos actos que conduzem à rentabilização da carteira produzindo-se, assim, os efeitos pretendidos pelas partes.

Por estas razões não se poderá acompanhar a posição assumida por FELIPE CANABARRO TEIXEIRA ao defender que a boa-fé desempenha um papel secundário devido à consagração do dever de protecção dos interesses dos clientes²⁵⁶. O Cód. VM prevê deveres que foram redigidos a pensar nas particularidades das relações de intermediação financeira, mas tal circunstância em nada diminui a relevância da boa-fé como princípio geral do ordenamento jurídico.

²⁵² Segundo MENEZES CORDEIRO in “*Da Boa-fé no Direito Civil*”, cit., p. 586, a consagração no art. 762º n.º 2 do C.C. da boa-fé enquanto norma de conduta (boa-fé objectiva) faz com que não estejamos perante “um simples dever de prestar”. O autor adianta que as partes estão ainda sujeitas a evitar causar danos mútuos no decurso da relação, a prestar informações mútuas de tudo que seja relevante e a “absterem-se de comportamentos que possam falsear o objectivo do negócio ou desequilibrar o jogo das prestações por elas consignado” – pp. 604-606.

²⁵³ PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA in “*Código Civil Anotado*”, Vol. II, cit., p. 5. Por sua vez, ALMEIDA COSTA in “*Direito das Obrigações*”, cit., p. 118, realça que os deveres de conduta são “exigíveis em cada caso, de acordo com a natureza da relação jurídica e com a finalidade visada pelas partes”.

²⁵⁴ In “*Da Boa-fé no Direito Civil*”, cit., p. 649.

²⁵⁵ Como salienta MENEZES CORDEIRO in “*Tratado de Direito Civil*”, Vol. I, 4ª Ed. Reformulada e Actualizada, Almedina, 2012, pp. 968 e 976, a boa-fé visa assegurar que os “interesses reais protegidos do credor” prevalecem e que, portanto, “no exercício de posições jurídicas, se realizem, com efectividade, os valores pretendidos pelo ordenamento”.

²⁵⁶ In “*Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil*”, cit., p. 60. Convém esclarecer que o autor tece a consideração exposta em relação à matéria específica que trata no artigo citado, que se prende com os deveres de informação do intermediário e a sua responsabilidade civil, pois refere que “possui um papel secundário para o presente estudo”. De qualquer forma, mantém-se a opinião de que a boa-fé não deixa de ser preponderante independentemente dos deveres previstos especialmente para as relações intermediário-investidor.

A par dos princípios surgem os deveres²⁵⁷ impostos pelo legislador como meio de acautelar o correcto exercício da actividade gestória. Denota-se que é justamente pelo facto de a actividade de gestão de carteiras, por um lado, se caracterizar por esta autonomia, altamente potencializadora de situações de uso abusivo e, por outro, apresentar uma natureza fiduciária como se evidenciou anteriormente, que o legislador reforçou o dever de adequação das operações realizadas em execução da gestão de carteiras.

Desta feita, o uso da liberdade e discricionariedade concedida ao gestor não afasta a consideração e ponderação de um conjunto de elementos e informações como, entre outros, a complexidade do produto e da operação a realizar, os objectivos de investimento do cliente, o risco que se pretende assumir. Para além de que a actividade de gestão é exercida a título profissional, logo, o cuidado e diligência que se requer ao gestor ultrapassa o padrão do homem médio funcionando como parâmetro de comparação o profissional diligentíssimo, com formação técnica e especializada, competente para o exercício da actividade.

A liberdade de actuação do gestor tem de ser enquadrada na política de investimento e no projecto gestório que previamente foram traçados sendo exercida em moldes adequados ao cliente: o gestor tem liberdade para tomar decisões de investimento e desinvestimento, tem autonomia para optar por uma ou outra operação, mas sempre em função da sua adequação ao cliente. É certo que o gestor goza de autonomia e discricionariedade técnica, porém, não se deve esquecer que essas faculdades foram-lhe conferidas precisamente para possibilitar a boa execução da gestão, visto que é o gestor quem possui os conhecimentos e aptidões na área dos instrumentos financeiros²⁵⁸. Ou seja, a liberdade que se tem vindo a mencionar não significa o extrapolar dos interesses do cliente, muito embora sejam prosseguidos pelo gestor, pois o seu exercício será no âmbito da estratégia de investimento delineada.

²⁵⁷ Cfr. pontos 2.1.2, 2.2.1 e 2.2.2 do Capítulo I e o ponto 3.3 do Capítulo II.

²⁵⁸ Como dá conta PAULO CÂMARA in “*O Dever de Adequação dos Intermediários Financeiros*”, *cit.*, pp. 1308 e 1309, o dever de adequação tem origem no dever de tratamento equitativo do cliente da ordem jurídica norte-americana associado à confiança depositada pelo cliente no intermediário, seja por se assumir como profissional, seja por se firmar uma relação contratual.

2.2.1.2 As Ordens Vinculativas

Outra das limitações que o legislador teve o cuidado de assegurar, mesmo que contrato não o estipule, é a faculdade do cliente emitir ordens vinculativas exceptuando os casos em que se preveja uma rendibilidade mínima da carteira (cfr. art. 336º do Cód. VM).

Não se justificará o alongar das considerações quanto a este ponto, visto que já por diversas ocasiões se fez referência às ordens vinculativas e à sua razão de ser. Saliente-se unicamente que o cliente não deixa de ser o titular do conjunto de bens que formam a carteira e que estão sob a gestão do intermediário e, mesmo que seja conferida máxima discricionariedade, o cliente não ficará arredado de intervir na execução da gestão por via da emissão de ordens vinculativas.

2.2.1.3 As Cláusulas Contratuais

Por último caberá às partes, no uso da liberdade contratual que lhes é concedida, restringir ou não a autonomia do gestor. É especialmente neste âmbito que se poderá reforçar a posição do cliente ou, pelo contrário, colocá-lo numa situação eventualmente mais perigosa. Para além destes dois pontos extremos, o conteúdo contratual também poderá configurar-se mais equilibrado situando-se num ponto intermédio.

Pelo que está nas mãos das partes: a opção por uma conduta excessivamente rígida através de uma regulação contratual da gestão demasiado exaustiva, o que não será aconselhável, pois poderá comprometer a própria prestação do serviço de gestão; do outro extremo, a escolha por uma conformação contratual bastante abstracta não vertendo em cláusulas as condições essenciais da gestão, o que de igual modo não parece ser benéfico não só por abrir caminho ao exercício abusivo da discricionariedade, como também por não facultar linhas de orientação daquilo que poderá ser a boa gestão e a realização dos actos que visam o incremento da carteira; por fim, e o que se afigura mais sensato, a opção por uma atitude mais precavida regulando os principais aspectos e características da gestão, definindo os traços gerais e delimitando o âmbito da autonomia e discricionariedade do gestor.

Onde verdadeiramente se pretende chegar através da exposição destes cenários hipotéticos é ao facto de aquilo que ficar definido no contrato, o conteúdo que lhe for dado terá repercussões no tipo de relação estabelecida e, possivelmente, nos resultados da gestão. Por outro lado, as cláusulas contratuais que serão inseridas no contrato, bem como o seu teor irão depender em muito da tal relação de confiança criada entre o gestor e o cliente.

3. Os Actos Tendentes à Valorização da Carteira

Após percorrer o regime do contrato de gestão de carteiras, analisando o seu conteúdo por diferentes perspectivas de modo a consolidar as suas características, finalidades e regulamentação jurídica, eis que chegou o momento de densificar o conceito de actos tendentes à valorização da carteira, que constitui o núcleo do objecto da investigação proposta.

Sem prejuízo das considerações vertidas ao longo deste estudo, que revestem crucial importância nesta fase por darem algumas luzes daquilo que aqui se deseja concretizar, tentar-se-á apontar específicos cenários que possibilitem uma visão mais próxima da realidade prática da gestão de carteiras e da aplicabilidade das regras e princípios orientadores da actividade a concretas situações.

3.1 Conceito: Algumas Considerações

À partida poderá parecer que o conceito de actos tendentes à valorização da carteira não coloca grandes problemas ou dificuldades quanto à sua concretização. E, de facto, em termos abstractos rapidamente se alcança aquilo que o legislador projectou quando recorreu a este conceito. Na verdade, pode afirmar-se que caem neste conceito como actos típicos do gestor, *v.g.*, tomar decisões de investimento como subscrever, adquirir e alienar valores mobiliários ou realizar operações sobre outros instrumentos financeiros para cobertura de risco; administrar, registar e depositar valores; celebrar contratos de opções, futuros e outros instrumentos financeiros derivados, assim como a utilização de produtos monetários

e cambiais; receber e gerir depósitos consoante as despesas resultantes da gestão; conceder crédito quando necessário para a execução da gestão²⁵⁹.

No entanto, será sempre necessário aferir se, no caso concreto, atendendo ao perfil de cliente e aos seus objectivos, bem como à política de investimento definida, estes actos são efectivamente tendentes à rentabilização da carteira. Por outro lado, também terá que se avaliar se o gestor ao praticar os actos mencionados o faz observando os princípios e regras aos quais deve obediência.

Posto que, se é com simplicidade que isoladamente se indicam os actos tendentes à valorização da carteira, numa concreta situação essa simplicidade poderá dar lugar à complexidade da tarefa de apreciar se determinado acto, praticado num certo contexto, foi ou não susceptível de valorizar a carteira.

Como agravante relembre-se a possibilidade, face ao regime em vigor, de as partes nada ou pouco estipularem no contrato acerca do âmbito e dos termos em que a gestão deverá ser exercida, nomeadamente o grau de discricionariedade do gestor, o que naturalmente complica esta avaliação já que se carece de elementos orientadores que no passado eram garantidamente extraídos do conteúdo contratual.

Assim se questiona: qual o verdadeiro alcance deste conceito? Será que uma boa gestão só ocorrerá quando se verifique um incremento da carteira? A locução ‘valorização’ utilizada pelo legislador deverá ser interpretada estritamente? Será este um conceito com elasticidade suficiente de forma a adaptar-se à concreta gestão que é conformada pelas partes?

Almeja-se, pois, dar resposta a estas interrogações ou, pelo menos, traçar linhas gerais que abram caminho a essas soluções. Começemos, então, pelo exercício dos direitos inerentes como um dos meios possíveis à rentabilização da carteira.

3.2 O Exercício dos Direitos Inerentes

É o próprio legislador que prevê no art. 335º n.º 1 al. b) do Cód. VM que o exercício dos direitos inerentes²⁶⁰ é um acto próprio da gestão, ou seja, o gestor está habilitado a

²⁵⁹ PAULO CÂMARA in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, cit., p. 449; MARIA VAZ DE MASCARENHAS in “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres”, cit., p. 121.

exercê-los, o que não invalida que no contrato as partes condicionem ou excluam o exercício de alguns ou de todos estes direitos.

E quais são estes direitos? Podem tratar-se de direitos sociais (v.g. o direito de voto), de crédito (v.g. o direito aos dividendos) ou até mesmo reais. Neste ponto o art. 55º n.º 3 do Cód. VM poderá auxiliar, uma vez que elenca alguns direitos inerentes.

Ora, como principais direitos inerentes destacam-se o direito de voto, o direito aos dividendos, o direito a juros (obrigações e títulos de participação)²⁶¹, o direito ao reembolso do valor investido (é o que ocorre com as unidades de participação), o direito de preferência na subscrição de acções, obrigações convertíveis e obrigações com *warrant's*, o direito de receber acções da nova sociedade ou da sociedade incorporante nas situações de cisão da sociedade da qual se detém participação social, o direito de incorporação nos aumentos de capital por incorporação de reservas com emissão de novas acções²⁶² e o direito de redução para as situações de redução de capital²⁶³.

A doutrina²⁶⁴ vai no sentido de o exercício dos direitos inerentes dos instrumentos que integram e venham a integrar a carteira ser conteúdo da gestão e, portanto, para além da administração, a mesma deve incluir a cobrança de dividendos e juros, a percepção de prémios, o recebimento de contrapartidas de amortização, o exercício do direito de preferência em aumentos de capital ou subscrições públicas e o exercício do direito de voto, isto porque “os valores e instrumentos são bens frutíferos cuja conservação exige o exercício dos direitos incorporados”²⁶⁵.

Destaque-se o direito de voto por ser aquele cujo exercício pelo gestor poderá levantar mais problemas. Desde logo, ao gestor terão que ser conferidos poderes de representação que lhe permitam exercer o direito e, neste aspecto, deparamo-nos com duas situações distintas consoante a conta esteja aberta em nome do cliente ou em nome do gestor. Se os

²⁶⁰ Segundo ANTÓNIO SOARES, “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, p. 139, são “o complexo de situações jurídicas activas que, de acordo com a relação subjacente à respectiva emissão, foram integradas em valores mobiliários e que deles emergem”. Sobre as características gerais e as classificações dos direitos inerentes vide JORGE COSTA SANTOS “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários: Em Especial, os Direitos Equiparados a Valores Mobiliários e o Direito ao Dividendo”, Lex, 1997, pp. 59-62

²⁶¹ Como refere ANTÓNIO SOARES in “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários”, cit., p. 152, este direito é típico dos valores mobiliários com um núcleo essencialmente de direito de crédito sobre o emitente.

²⁶² Segue-se o entendimento de ANTÓNIO SOARES in “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários”, cit., pp. 157 e 158 e de PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Direitos Inerentes e Direito Subjectivo” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 4, Maio 1999, p. 24.

²⁶³ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “Direitos Inerentes e Direito Subjectivo”, cit., p. 24.

²⁶⁴ Vide FÁTIMA GOMES in “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, cit., pp. 586 em nota de rodapé e 588; ANA AFONSO in “O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro”, cit., p. 56; CARNEIRO DA FRADA in “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, cit., pp. 653 e 654.

²⁶⁵ ANA AFONSO in “O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro”, cit., p. 77.

valores mobiliários estão inscritos em conta aberta em nome do cliente, o gestor terá que estar munido de procuração que lhe confira poderes para o exercício do direito de voto ou, assumindo a gestão de carteiras a modalidade de mandato com representação, o próprio contrato confere-lhe legitimidade desde que do seu âmbito não se exclua o exercício deste direito; caso se trate de conta aberta em nome do gestor com a menção da abertura ser por conta do cliente, presume-se a titularidade dos valores a favor do intermediário (cfr. art. 74º n.º 1 do Cód. VM), o que lhe permite exercer o direito em nome próprio mas por conta do cliente ou em nome e por conta deste (neste último caso quando munido de poderes representativos ou no caso da gestão assumir a modalidade de mandato com representação sem exclusão do exercício de direito de voto)²⁶⁶.

Uma segunda nota relativa ao exercício do direito de voto, por nele se fazer sentir com maior afinco, é a ocorrência de situações de uso abusivo dos “poderes em branco”²⁶⁷ conferidos pelo cliente. Este poderá ceder total liberdade ao gestor para a tomada de decisões de investimento e/ou para o exercício dos direitos inerentes, pelo que novamente é aqui chamada a problemática da obrigação do gestor agir no interesse do cliente e praticar os actos tendentes a valorizar a carteira.

Parece pacífico que o exercício dos direitos inerentes contribuirá para o incremento da carteira, na medida em que dos activos sob gestão devem ser retiradas todas as suas vantagens rentabilizando-os ao máximo. Não faria sentido, diga-se melhor, seria contrário à rentabilização da carteira não exercer, v.g., os direitos aos juros, aos dividendos ou a outras contrapartidas. Porém, exercer os direitos inerentes por si só não é sinónimo de que esses actos sejam susceptíveis de valorizar a carteira. Ilustrativo disso são os casos em que a actuação do gestor, através do exercício do direito inerente, não prossegue os interesses do cliente, o que terá certamente mais tendência para ocorrer quando o gestor tem uma ampla liberdade de actuação.

Em síntese, exercer os direitos inerentes aos instrumentos financeiros é um acto susceptível de valorização da carteira, todavia, os moldes em que os mesmos são exercidos poderá não conduzir a esse resultado. Terão, pois, que ser exercidos diligentemente e de acordo com os interesses do cliente para que a gestão se mostre eficaz.

²⁶⁶ ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto – OPA Obrigatória, Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 158 e 162-166.

²⁶⁷ FÁTIMA GOMES in “*Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado*”, cit., p. 586 em nota de rodapé.

3.3 As Operações de Negociação de Direitos Inerentes

Para além do exercício dos direitos inerentes dos instrumentos que integram a carteira, o gestor poderá realizar operações de aquisição ou transmissão de direitos inerentes desde que sejam susceptíveis de destaque²⁶⁸, isto é, que apresentem um conteúdo económico, que o destaque não afecte o núcleo essencial do direito principal e que sejam dotados de fungibilidade para que possam ser autonomamente negociados no mercado massificado²⁶⁹.

Veja-se o caso de o cliente, titular de acções, não ter interesse na subscrição dos aumentos de capital, ou na incorporação ou ainda na redução. Nestas situações, o gestor deverá rentabilizar estes poderes que o cliente não pretende exercer através da sua transmissão. Também poderá ocorrer o inverso quando o cliente pretende aumentar a sua representatividade no capital social e, então, a aquisição a um terceiro destes direitos inerentes poderá ser uma oportunidade para concretizar a sua intenção.

Imagine-se ainda as situações em que o destaque e a posterior negociação dos créditos de juros e de dividendos poderá ser mais vantajosa para o cliente quando por esta via consegue obter com maior rapidez as quantias devidas. Surgindo esta hipótese, o gestor deverá diligenciar no sentido de alienar estes direitos obtendo a contrapartida monetária.

Concluindo, todos estes actos integram o conceito de actos tendentes à valorização da carteira por consubstanciarem uma gestão individualizada e eficiente, visto que o gestor pratica-os tendo em consideração os objectivos do cliente e a maximização dos recursos que tem sob a sua gestão.

3.4 Outros Actos que o Gestor pode praticar ao abrigo Gestão: Análise Crítica

Uma gestão diligente da carteira que tem em vista o seu incremento não poderá passar somente pela administração dos instrumentos que a integram, bem como pelo exercício dos direitos inerentes. Num outro momento do presente estudo defendeu-se que o conceito de

²⁶⁸ A doutrina tem indicado como direitos destacáveis os seguintes direitos: créditos de juros e de dividendos, direito de subscrição, de incorporação e de redução – cfr. JORGE COSTA SANTOS “*Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários: Em Especial, os Direitos Equiparados a Valores Mobiliários e o Direito ao Dividendo*”, cit., p. 67; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*Direitos Inerentes e Direito Subjectivo*”, cit., p. 28.

²⁶⁹ JORGE COSTA SANTOS “*Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários: Em Especial, os Direitos Equiparados a Valores Mobiliários e o Direito ao Dividendo*”, cit., pp. 63-71 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS in “*Direitos Inerentes e Direito Subjectivo*”, cit., pp. 29 e 30.

administração não deverá ser encarado no âmbito da gestão de carteiras num sentido estrito, mas visto como um conceito amplo que ultrapasse a prática de actos de mera administração.

Ora, a complexidade e sofisticação que imperam no mundo financeiro contribuem para que o gestor se depare com variadas situações nas quais tem que optar pela tomada de determinada posição em detrimento de outras igualmente viáveis. Às quais se acresce a nuance de que a opção por uma ou por outra, naquele preciso momento e não num anterior ou posterior, ainda que entre eles medeie um curtíssimo espaço de tempo, poderá ser deveras influente nos resultados que a carteira venha a obter e que, mediante uma outra decisão ou até a mesma decisão mas num outro momento, poderiam ser significativamente diferentes, quer seja em termos positivos, quer seja em termos negativos.

Neste seguimento, o intuito será o de colocar algumas situações plausíveis de apresentarem relevância prática e destringar os actos que perante essas circunstâncias poderão integrar o conceito de actos tendentes à valorização da carteira, densificação que se busca intensamente desde o começo deste estudo.

3.4.1 A Diversificação da Carteira

O gestor deverá desde logo diversificar os instrumentos que compõem a carteira, pois a relação diversidade/risco é, até um determinado ponto, inversamente proporcional. O que significa que o gestor deverá diversificar a carteira até que esses actos deixem de ter qualquer efeito na diminuição do risco que, na verdade, nunca é eliminado.

Nesse sentido, se o cliente entrega uma determinada quantia monetária para investir em produtos financeiros é expectável que o gestor, dentro da política de investimento definida com o cliente e dos poderes discricionários que lhe são conferidos, faça uma aplicação desses montantes repartida por vários instrumentos, de curto e médio/longo prazo, com diferentes características e graus de risco. A diversificação poderá passar pela subscrição ou aquisição dos tradicionais valores mobiliários, como acções, obrigações, títulos de participação ou unidades de participação, pelos instrumentos derivados e ainda pelos instrumentos monetários, como os certificados de aforro ou o papel comercial, para investimentos de curto prazo.

Se, pelo contrário, o cliente já é titular de um conjunto de instrumentos financeiros e entrega-os ao gestor, este deverá aferir da adequada diversificação, ou seja, se a mesma se demonstra suficiente para atenuar o risco. Imaginando que a carteira entregue pelo cliente se resume a um elevado número de acções de uma única empresa e de obrigações de uma outra, será uma acto de boa gestão a alienação de parte desses valores mobiliários e com o produto dessa venda o gestor reinvesta em acções e obrigações de várias sociedades. Deste modo, consegue em simultâneo realizar operações em instrumentos que são da preferência do cliente e não concentrar todo o capital investido em apenas duas entidades. Além disso, ainda poderá investir em instrumentos de outro tipo, com liquidez e de curto a médio prazo sendo os instrumentos monetários uma solução, nomeadamente os certificados de aforro para o curto prazo e os certificados do tesouro para médio prazo.

Obviamente que a forma como o gestor procede à distribuição do capital por classe de activos - a chamada alocação de activos - e à escolha dos específicos instrumentos financeiros que irão compor cada uma dessas classes - a designada selecção de activos²⁷⁰ -, está dependente da sua concreta autonomia e dos actos que pode praticar no exercício da liberdade que lhe foi concedida. Por outro lado, importa não esquecer que o gestor está condicionado pela estratégia de investimento previamente traçada e pelo perfil de investidor no qual o seu cliente se enquadra. Consequentemente, a própria alocação dos activos poderá ser mais rígida ou mais flexível sendo que, nesta última, o gestor consegue mais facilmente adaptar a composição da carteira conforme as percepções que tem do mercado e as condições financeiras do momento, reduzindo ou aumentando, ainda que temporariamente, a percentagem de determinada classe em favor ou detrimento de outra.

De todo o modo, a diversificação da carteira independentemente de a gestão ser mais ousada ou, ao invés, mais prudente será sempre um passo imprescindível para se atingir os bons resultados da gestão. No primeiro caso, o facto de a carteira ser composta na sua maioria por instrumentos de risco elevado poderá ser compensado pela inclusão de instrumentos financeiros de menor risco; no outro caso, numa carteira com instrumentos que conferem maior segurança, a aplicação de poupanças em determinados produtos-chave, que já sejam considerados instrumentos sofisticados, poderá ser uma possibilidade para dar

²⁷⁰ Sobre estes conceitos *vide* MARIA ELISABETE NEVES e ANA PAULA QUELHAS in “*Carteiras de Investimento – Gestão e Avaliação do Desempenho*”, Almedina, 2013, pp. 146-150.

impulso à carteira, valorizando-a, sem deixar de manter uma política de investimento menos arriscada.

3.4.2 A Minimização ou a Exposição ao Risco

As anteriores reflexões entroncam ainda no aspecto relacionado com a minimização do risco ou da sua exposição. Em regra, a diversificação da carteira será um importante mecanismo para atenuar os efeitos dos riscos que as operações sobre instrumentos financeiros acarretam. O acto de investir, seja qual for, é sempre um acto que, embora com amplitude diversa, envolve risco e que o investidor terá que ponderar nas suas diferentes modalidades, tais como o risco operacional, legal, de liquidez, de crédito, de câmbio e o prémio de risco²⁷¹.

O grau de intensidade do risco que se pretende esbater varia consoante o perfil de investidor. Destarte, um investidor bastante conservador a moderado terá aversão ao risco e, portanto, um dos pontos essenciais por onde passará a estratégia de investimento a executar pelo gestor será a obtenção da maior minimização possível do risco optando por realizar operações de investimento em instrumentos mais seguros, v.g., os certificados de aforro ou os bilhetes do tesouro.

Já quando se trate da carteira de um cliente com um perfil mais dinâmico, o gestor terá maior margem de manobra na diversificação da carteira e, paralelamente, na questão da minimização do risco. Neste tipo de clientes a exposição ao risco, ainda que limitada, constituirá uma outra via a seguir na execução da gestão, pois se o cliente demonstra certa abertura para instrumentos de rendibilidade mais elevada, também assumirá um risco superior. Aqui, o gestor poderá optar por valores mobiliários de médio/longo prazo como acções de grandes e sólidas empresas e obrigações dos Estados. Já estão em causa investimentos com certo risco, mas que acabam por conferir alguma segurança atendendo às entidades em causa. Deste modo, a administração da carteira mostra-se um pouco mais arriscada não deixando de se adequar ao perfil do cliente que não chega a ser aquele investidor que tolera o máximo risco em busca da maior rendibilidade.

²⁷¹ Cfr. MARIA ELISABETE NEVES e ANA PAULA QUELHAS in “*Carteiras de Investimento – Gestão e Avaliação do Desempenho*”, cit., pp. 31-34.

Pelo que nem sempre uma gestão adequada passa pela minimização do risco e, nestas situações, poderemos estar perante um acto susceptível de valorizar a carteira quando o risco a ela inerente aumenta pela opção do gestor por produtos sofisticados.

Se o seu cliente apresenta um perfil arrojado, será perfeitamente adequado à prossecução dos seus interesses a gestão direccionada para produtos altamente complexos e de elevado risco, pois também são aqueles que proporcionam maior rentabilidade, e que aposte na internacionalização do investimento. Seguindo esta política de investimento os produtos financeiros que desempenham uma função especulativa, como os contratos de opções e futuros, poderão destacar-se na composição da carteira.

Ao seguir uma estratégia que se foque neste tipo de instrumentos, naturalmente que os activos que compõem a carteira estão expostos a um risco muito superior e, por essa razão, o gestor terá que equilibrar a ‘balança’ realizando operações que modelem a posição de risco. A título exemplificativo, numa carteira em que os instrumentos complexos representam a maior percentagem na sua composição, o gestor poderá optar que parte do investimento canalizado para este tipo de activos seja feito indirectamente: em vez de direccionar capital para *commodities*, investe na aquisição de acções de empresas que actuem nesses ramos de indústria (v.g. petrolíferas, mineiras). E quando a gestão passe pelo investimento em mercados internacionais, o recurso aos contratos *forward* apresenta-se como uma das operações viáveis à cobertura de, pelo menos, uma parcela do risco de câmbio. Assim, o gestor mantém a linha de estratégia de investimento traçada e consegue moderar a exposição ao risco.

Por outro lado, também será um acto de boa gestão o cruzamento de posições longas e curtas através da celebração de contratos de opções. Imagine-se que a tendência das acções que integram a carteira é de queda: o gestor compra um direito de venda para beneficiar da queda a curto prazo e compra um direito de compra para beneficiar de uma posterior recuperação apontada pelas previsões.

É evidente que estas decisões terão que ser tomadas com base numa criteriosa análise do mercado, da variação do produto e da sua liquidez e demais indicadores económicos, a fim de não colocar o património do cliente exposto a situações que ultrapassem o risco que é natural às operações financeiras, ou seja, não entrando no campo da responsabilidade do gestor por violação de deveres profissionais e/ou obrigações contratuais.

3.4.3 A Eficácia e a Eficiência na Prática dos Actos de Gestão

Este equilíbrio que o gestor deve procurar obter no exercício da actividade gestória entre a rentabilização da carteira e a atenuação do risco permite introduzir um outro elemento a considerar quando se avalie o desempenho da gestão e os seus resultados. A gestão de carteiras tem em vista, mais do que a administração do acervo patrimonial, a sua valorização, o seu incremento, mas será admissível atingir este resultado a todo o custo?

Nesse sentido veja-se, *v.g.*, o caso de o gestor atingir a finalidade da gestão de carteiras, isto é, ter ocorrido uma valorização da carteira do cliente fruto do exercício da sua actividade. Contudo, os actos por si praticados afastaram-se da política de investimento que foi delineada com o cliente aquando da conclusão do contrato, uma vez que do capital destinado à aquisição de acções o seu grosso era para acções cotadas na bolsa portuguesa e não, como se verificou, para acções de empresas cotadas em bolsas estrangeiras e ainda porque celebrou contratos de opções e futuros sendo certo que o cliente excluiu o investimento em derivados. Será correcto entender que houve uma boa gestão da carteira? Serão estes actos enquadráveis no conceito de actos tendentes à valorização da carteira?

Em termos económico-financeiros, a resposta terá que ser afirmativa porque, na verdade, houve um incremento da carteira e, portanto, o gestor exerceu uma boa gestão que culminou com a valorização dos activos do cliente. Porém, do ponto de vista puramente jurídico a conclusão tende a ser outra, visto que a gestão é exercida no âmbito de um contrato de mandato. Basta lembrar que o gestor prossegue interesses alheios, gere um património que não lhe pertence e executa a tarefa gestória que lhe foi incumbida, o que significa que ao ser traçada uma política de investimento e considerando que o cliente deu algumas indicações expressas acerca da gestão pretendida, o gestor não poderia afastar-se delas, pese embora seja dotado de autonomia.

Nesta perspectiva, a gestão em causa não foi uma gestão adequada aos interesses e objectivos de investimento do cliente pelo que, além da violação de deveres impostos legalmente, o gestor violou o concreto contrato celebrado. O gestor deveria ter procurado praticar os actos conducentes ao incremento da carteira, mas que estivessem dentro do tipo de gestão pretendida, pois neste âmbito poderia fazer uso da sua discricionariedade

tomando decisões de investimento noutros produtos que se afigurassem operações vantajosas para o seu cliente, como a aquisição de unidades de participação de um fundo composto por activos de risco semelhante ou inferior às acções (v.g. um fundo de obrigações do Tesouro ou de empresas com elevada solidez).

Além de que sempre poderia adquirir activos adequados ao perfil do seu cliente que estivessem subavaliados para posteriormente, quando atingissem ou ultrapassassem o valor real, os vendesse. Deste modo, conseguiria rentabilizar a carteira ou, no mínimo, fazer o que estivesse ao seu alcance para tal sem seguir uma gestão diversa daquela que foi definida e sem actuar contra as instruções emitidas.

Desta feita, é essencial no juízo que se faça da gestão exercida pelo gestor a relação eficácia/eficiência, pois não é suficiente olhar somente para o resultado e concluir que havendo um incremento, houve uma boa gestão. A actividade gestória, para além de ter que ser exercida no interesse do cliente, de um prisma mais económico tem que procurar atingir os objectivos estipulados e o resultado final – valorização da carteira – com os menores custos possíveis e procurando otimizar a relação entre os níveis de risco e rendibilidade.

Imagine-se os seguintes cenários no exercício da gestão de uma carteira entregue ao gestor, para a qual o cliente lhe conferiu total discricionariedade na tomada de decisões e realização das operações, adiantando-se que nas duas situações que serão apresentadas o gestor conseguiu exactamente a mesma percentagem de valorização da carteira. Na primeira situação, o capital aplicado foi maior do que na segunda hipótese, em produtos de risco elevado e com um curto prazo de vencimento. Na outra hipótese, além da diferença do valor, o gestor tanto investiu em produtos sofisticados como em instrumentos mais seguros, de curto e de médio prazo e procurou activos com elevada liquidez.

Apesar de as duas situações conduzirem ao mesmo incremento da carteira, através da análise da actuação do gestor não se poderá afirmar que o resultado é precisamente igual. As duas gestões são eficazes, porém, a segunda é aquela que é mais eficiente atendendo à ponderação do capital destinado ao investimento, do risco dos produtos, da relação custo/benefício, nomeadamente se o lucro será sempre suficientemente compensatório do tempo de investimento e se não será mais vantajoso adiar o retorno em troca de maior segurança.

Não será satisfatório que os actos praticados sejam eficazes porque atingiram o resultado de valorização da carteira sem que nada mais seja exigido. É que a rentabilização da carteira deverá também ser eficiente, posto que os custos implicados na gestão e os próprios custos de investimento não deverão ser menosprezados.

3.4.4 A Menor Desvalorização Possível da Carteira

Acresce que, a carteira nem sempre valoriza e com isso não se poderá dizer convictamente que o gestor não praticou todos os actos tendentes à sua valorização conforme se espera de um profissional diligentíssimo e que observe os deveres que lhe são impostos. Haverá momentos em que o objectivo primordial do gestor será evitar as perdas e manter a liquidez dos activos, trabalhando para a manutenção do valor da carteira e não do seu incremento, ou até fazer com que as perdas sejam as menores possíveis.

Para proteger a carteira das eventuais quedas do mercado, quando o gestor adquire acções poderá ao mesmo tempo celebrar contratos de opções adquirindo direitos de vender ou vendendo direitos de compra sobre as mesmas. Certamente que estas operações só ocorreriam quando o gestor tivesse sob a sua administração a carteira de um cliente cujo perfil se adequasse ao investimento em derivados.

Perante um investidor conservador, numa fase descendente do mercado que afecte, inevitavelmente, o valor da carteira do cliente, a boa gestão poderá passar pela venda dessas acções quando o gestor constate que as previsões futuras mantêm a espiral de queda e o produto da venda, mesmo que inferior ao preço conseguido num contexto favorável, será menos prejudicial para a carteira atendendo à desvalorização que se faria sentir com as perdas decorrentes do período negativo do mercado. Ou ainda quando, da ponderação dos indicadores económico-financeiros, o gestor se aperceba que será um proveito para a carteira o resgate do investimento em determinado activo.

Centre-se no seguinte exemplo: a composição da carteira integrava também unidades de participação, cujo valor actual se encontrava bastante acima daquele pelo qual o gestor adquiriu, pelo que o resgate resultaria em rendibilidade para a carteira do cliente. Este incremento poderia figurar como um contributo para minimizar a desvalorização de outros activos da carteira.

Com isto, o gestor consegue fazer com que a queda da carteira seja menor do que aquela que o mercado estava a sentir e, portanto, exerce uma boa gestão porque consegue a menor desvalorização possível.

3.4.5 A Administração Estática exercida pelo Gestor

Todas as hipotéticas situações que se têm vindo a problematizar partem do pressuposto comum de que a actuação do gestor é dinâmica. E, de facto, quando pensamos na actividade gestória reconduzimo-nos automaticamente para uma actuação bastante activa do gestor assente na prática corrente de actos. Porém, em determinadas fases, o gestor poderá estar a executar uma gestão idónea a valorizar a carteira sem que pratique concretos actos. Para finalizar o último ponto da investigação, ilustremos com dois exemplos.

No primeiro, o gestor, executando a tarefa que lhe foi incumbida de gerir a carteira de activos e realizar operações de investimento, adquire acções cuja cotação é tendencialmente variável. Mais tarde, verifica que essas acções estão em queda, mas como as previsões apontam para uma subida a médio/longo prazo que compensará as perdas actuais decide não intervir no sentido de minimizar os efeitos da desvalorização. Na segunda situação, o instrumento financeiro no qual o gestor investiu está a desvalorizar e existe a possibilidade de concretizar uma operação de venda ainda que a um preço mais baixo do que aquele que se conseguiria em circunstâncias mais favoráveis. Mas, no lugar de a realizar, opta por aguardar pela valorização do produto que, de acordo com as previsões e a análise do mercado, irá conferir lucro ao cliente para além de compensar as perdas da desvalorização revelando-se, assim, mais vantajosa do que venda apressada.

Daqui se retira que o conceito de administração comporta momentos em que a mesma se revela estática, ou seja, a atitude do gestor é passiva nada fazendo, porque como já havia realizado operações de investimento, cujo retorno só acontece a médio/longo prazo, só lhe restava aguardar pelos resultados. Também é passiva quando, tendo apenas que analisar as hipóteses que lhe são colocadas e optar por aquela que se demonstre adequada, concluir que a mais vantajosa para a carteira do cliente resume-se tão só a não actuar. No segundo exemplo, o gestor poderia ter actuado tomando as diligências necessárias à transmissão do instrumento financeiro e com isso obter algum rendimento e não suportar os riscos de

perdas eventualmente maiores do que aquelas que estavam a ocorrer. No entanto, tendo em consideração a evolução dos activos financeiros num espaço de tempo mais longo e perspectivando os efeitos que poderiam ser desencadeados no valor da carteira, a actuação ‘omissa’ do gestor, materializada na não efectivação da venda, revela-se tendente ao incremento da carteira.

Estes aspectos estão relacionados com o *market timing*²⁷², como na linguagem financeira se denomina a estratégia de tomada de decisões de compra ou venda de activos fundada na análise das movimentações do mercado e nos indicadores técnicos que auxiliam a formação de previsões. Por isso, a gestão passará por fases onde predomina a ausência ou a reduzida prática de actos por não ser o momento oportuno para tomar decisões de investimento ou desinvestimento.

Resumindo, a obrigação do gestor praticar todos os actos tendentes à valorização da carteira deve ser encarada com a devida amplitude ultrapassando a interpretação mais imediata e que resulta da própria letra da lei. O exercício da actividade gestória conducente à rentabilização da carteira passa pela prática de actos, como também por fases em que a passividade do gestor, no sentido de não realizar operações, será a conduta mais adequada ao fim visado pela gestão. E não se entenda esta passividade de que se fala como descuido ou inoperância do gestor na realização dos interesses do cliente. Pelo contrário, é precisamente tendo em vista o maior incremento da carteira e fazendo uso dos conhecimentos que detém sobre os mercados financeiros que o gestor assume estas posições.

²⁷² Vide MARIA ELISABETE NEVES e ANA PAULA QUELHAS in “Carteiras de Investimento – Gestão e Avaliação do Desempenho”, cit., pp. 150-154.

CONCLUSÕES

- I. O Direito Mobiliário, enquanto ramo jurídico autónomo, é de criação recente pois só na década de 90 do século passado a ordem jurídica portuguesa aprovou o primeiro código mobiliário.
- II. Foram as vicissitudes históricas e as mutações económico-sociais que impulsionaram a expulsão internacional dos mercados financeiros assim como, embora tardiamente, o desenvolvimento do mercado português.
- III. O surgimento de novos sistemas de negociação em concorrência com o tradicional mercado bolsista, a globalização, os avanços tecnológicos, a diversidade de serviços oferecidos e a própria afirmação do mercado financeiro como meio de financiamento e captação de poupanças colocam novos desafios aos Estados, nomeadamente ao nível da regulação e da regulamentação jurídica.
- IV. Assistiu-se a uma mudança de paradigma: de um Estado fortemente interventor passamos para um Estado regulador que delega em entidades independentes e especializadas o exercício da regulação, a fim de assegurar a tomada de decisões esclarecidas e informadas num mercado seguro, transparente e eficiente.
- V. Paralelamente, a proliferação de diplomas legais foi inevitável face à crescente necessidade de regulamentar juridicamente as matérias mais recentes que resultavam do dinamismo da realidade financeira, sendo certo que os códigos mobiliários são a principal imagem de marca da evolução legislativa.
- VI. As especificidades do funcionamento dos mercados financeiros, a par da complexidade e sofisticação dos produtos financeiros, bem como das actividades e serviços de intermediação são factores que reclamam e explicam o papel fundamental desempenhado pelo intermediário junto do investidor.

- VII. Não são somente razões ligadas à protecção do investidor como parte mais débil da relação jusmobiliária que justificam a intervenção de um profissional qualificado como o intermediário, na medida em que também interesses atinentes ao fomento da concorrência, da eficiência e do correcto funcionamento do mercado são por esta via assegurados.
- VIII. Nesse sentido, a actividade do intermediário é sujeita a um controlo prévio e a uma supervisão contínua do respeito pelo vasto conjunto de princípios e deveres impostos legalmente no exercício da profissão.
- IX. O intermediário é um comerciante à luz do art. 13º 2º do C. Com. atendendo às entidades que, de acordo com o art. 293º do Cód. VM, podem assumir essa qualidade.
- X. A relação intermediário-investidor pauta-se pela preocupação na tutela deste último o que se faz, em grande medida, pela imposição da actuação do gestor segundo os ditames da boa-fé, o padrão de profissional diligentíssimo, os deveres de segregação patrimonial, de conhecer o perfil do investidor, de adequação das operações e de evitar conflitos de interesses.
- XI. A protecção do investidor tem ainda como traves mestras a consagração de um leque alargado de deveres de informação a prestar na fase pré-contratual e na execução da actividade/serviço contratado, cujo grau de intensidade é proporcional à carência de protecção, além dos mecanismos de tutela especialmente previstos no Cód. VM para acautelar a situação jurídica do investidor, na maioria dos casos, não profissional.
- XII. É neste contexto que a actividade de gestão de carteiras se encontra regulada no Cód. VM como um serviço de investimento, cujo tipo contratual também se encontra tipificado no mesmo diploma legal.

- XIII. O contrato de gestão de carteiras tem na sua génese uma função gestória e assenta na ideia de colaboração jurídica, pois com a sua celebração o gestor fica incumbido da administração de um conjunto de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros pertencentes ao investidor comprometendo-se, mediante remuneração, a praticar todos os actos de conservação e incremento da carteira de activos que lhe foi entregue.
- XIV. Trata-se de um contrato nominado, típico, bilateral, formal quando celebrado com investidores não profissionais ou profissionais, de adesão, sinalagmático, oneroso, duradouro e de carácter *intuitu personae*.
- XV. Por integrar as operações por conta alheia, a gestão de carteiras é um negócio de cobertura porquanto confere legitimidade ao gestor para, no exercício da gestão, realizar negócios jurídicos com terceiros por conta e no interesse do cliente – os designados negócios de execução – constituindo uma condição necessária destes.
- XVI. Assim, o risco da actividade desenvolvida pelo gestor corre por conta do cliente, salvo o risco de violação dos deveres contratuais e respeitantes ao exercício da profissão.
- XVII. Por isso defende-se, com apoio na integração sistemática da norma do art. 334º n.º 1 al. a) do Cód. VM e por razões de ordem histórica, a inexistência de consagração legal de uma obrigação *del credere* no âmbito da gestão de carteiras encontrando-se na disponibilidade das partes a sua previsão.
- XVIII. O contrato de gestão de carteiras enquanto negócio de cobertura pode ser celebrado acompanhado ou não da atribuição de poderes representativos. Logo, os negócios de execução poderão realizar-se em nome do investidor ou em nome do intermediário, para além da possibilidade de serem celebrados por conta deste último ou por um outro intermediário.

- XIX. A gestão da carteira é feita de modo individualizado, visto que o cumprimento da obrigação do gestor não se basta com a execução da actividade gestória exigindo que a gestão seja ajustada ao cliente em concreto, de forma a que se coadune com o seu perfil de investidor e os seus objectivos de investimento.
- XX. Nesse sentido, o dever de o intermediário conhecer o cliente assume na gestão de carteira uma robusta importância comparativamente com as demais actividades de intermediação porque influi no próprio cumprimento da prestação.
- XXI. Gestão individualizada significa que o gestor, além de praticar os actos tendentes à rentabilização da carteira, na execução da mesma tem presente a prossecução dos interesses do cliente.
- XXII. Por outro lado, a gestão é discricionária porque o gestor é aquele que se encontra numa melhor posição para tomar decisões esclarecidas, visto que actua na veste de um profissional especializado e com conhecimentos técnicos, além de que, na maioria das vezes, a razão que conduz à opção de entrega da carteira ao intermediário ser precisamente a circunstância de o cliente não se encontrar capacitado para agir no mundo financeiro.
- XXIII. Discricionariedade não é sinónimo de arbitrariedade: o gestor goza de margem de liberdade, contudo, a sua actuação é conformada pelas disposições legais aplicáveis, a par de se encontrar balizada pelo programa gestório previamente definido e pelas instruções do cliente que, no entanto, não deverão ser intrusivas.

- XXIV. Defende-se que a gestão de carteiras, tal como prevista no Cód. VM, não é compatível com uma gestão nos moldes em que fique condicionada à consulta e acordo do cliente quanto a todos os aspectos da administração. Por essa razão, o contrato terá por base uma gestão ‘discricionária’, o que significa que, de um modo geral, o gestor tem liberdade para realizar as operações sem que se verifique necessariamente uma intervenção prévia do cliente.
- XXV. As disposições normativas reguladoras do contrato de gestão de carteiras são aplicáveis à parte da carteira composta por instrumentos financeiros *lato sensu*.
- XXVI. A carteira objecto da gestão apresenta-se, por regra, como um conjunto de bens minimamente diversificado e de significativa dimensão constituindo um património distinto do património geral do seu titular, pelo facto de se encontrar sujeita a uma especial destinação (o incremento desse acervo patrimonial) sob a específica administração do gestor.
- XXVII. Todavia, relativamente ao seu titular trata-se de uma massa patrimonial de afectação geral, apenas se configurando como um património autónomo face ao património pessoal do gestor e dos demais clientes cujas carteiras gere.
- XXVIII. A prestação principal do gestor de praticar todos os actos tendentes à valorização da carteira é uma obrigação de meios porque está tão só obrigado a empregar, na execução da gestão, todos os esforços que lhe são exigidos segundo o padrão do profissional diligentíssimo e na observância dos deveres aos quais está vinculado no exercício da profissão.
- XXIX. Por essa razão, o gestor não poderá ser responsabilizado por eventuais perdas ou falta de incremento da carteira, salvo se lhe for imputável por violação das suas obrigações ou tenha sido estipulada uma rendibilidade mínima.

- XXX. O gestor tem a seu cargo a gestão, não de interesses próprios, mas de interesses alheios pertencentes ao seu cliente. É da própria génese do tipo contratual, uma vez que o investidor entrega ao gestor um conjunto de bens confiando-lhe a sua administração e com isso a prossecução do seu interesse na valorização da mesma.
- XXXI. Atendendo à finalidade de rentabilização do acervo patrimonial subjacente à entrega da gestão a um profissional, a mesma implica necessariamente a prática de actos de administração ordinária e extraordinária e ainda de actos de disposição.
- XXXII. A obrigação principal do gestor é a prática de todos os actos tendentes à valorização da carteira, por isso, o cumprimento da prestação não é atingível com a prática exclusiva de meros actos de conservação.
- XXXIII. Opta-se por um conceito de administração mais dinâmico e em sentido lato em detrimento da sua concepção tradicional devido ao contexto subjacente: está em causa a prestação de um serviço de investimento destinado ao incremento de uma carteira de activos e que implica a realização de operações financeiras.
- XXXIV. Os deveres de informação acrescidos no âmbito de uma relação de gestão de carteiras, assim como a maior densidade que o dever de adequação assume nesta sede devem-se precisamente às especificidades do tipo contratual, em particular, a responsabilidade do gestor em gerir um acervo patrimonial pertencente a outrem e prosseguir interesses alheios.
- XXXV. O contrato de gestão de carteiras é um contrato comercial inserido na categoria contratual autónoma dos contratos de intermediação financeira, mais precisamente nos contratos de investimento, cujo conjunto de disposições normativas formam um regime geral aplicável àquele juntamente com o seu regime específico.

- XXXVI. O serviço prestado pelo gestor assume a modalidade de mandato, pelo que são aplicáveis subsidiariamente e com as devidas adaptações as disposições civilistas e mercantis do regime jurídico do mandato constituindo um complemento à tipificação da gestão de carteiras como um contrato de intermediação financeira.
- XXXVII. No que à aplicação do regime mercantilista diz respeito defende-se a inclusão das disposições especialmente previstas para a figura da comissão, pois as diferenças entre o tipo de relação pensada para a comissão e as características da relação de gestão de carteiras não obstam à invocação das mesmas nos termos *supra* mencionados como contributo para a densificação do regime.
- XXXVIII. O investidor incumbe o intermediário da tarefa de gestão do conjunto de activos que lhe é entregue, pelo que este se obriga por conta e no interesse do cliente a praticar todos os actos de administração e rentabilização da carteira de acordo com o programa gestório de investimento definido.
- XXXIX. No exercício da actividade gestória estão abrangidos todos os actos materiais acessórios e instrumentais necessários à plena execução da prestação principal.
- XL. A gestão de carteiras pode assumir a forma de mandato com representação e sem representação sendo que, nesta última modalidade, dá-se preferência à tese consagrada no regime mercantilista da projecção imediata dos efeitos jurídicos por ser aquela que melhor se coaduna com a realidade do mercado financeiro e que não entra em colisão com o dever de segregação patrimonial.
- XLI. Desta forma, conclui-se pela desnecessidade prática de aplicação da norma do art. 1184º do C.C. porque a posição do cliente já se encontra salvaguardada de possíveis agressões do seu património por parte de credores pessoais do gestor.

- XLII. Por outro lado, por via da aplicação da teoria da projecção imediata crê-se que o cliente encontra uma tutela mais ampla que a concedida pela própria norma do art. 306º n.º 2 do Cód. VM com um âmbito circunscrito às situações previstas no preceito.
- XLIII. Com base no regime mercantilista, que prevê que o mandatário, tal como o gestor, actua no exercício profissional, é de considerar que o mandato no qual assenta a gestão de carteiras tem carácter oneroso.
- XLIV. Em conexão com este aspecto e ainda com base nas normas comerciais do mandato, constata-se a coexistência de interesses de ambas as partes. Pese embora, o interesse primordial prosseguido pertença ao investidor, com ele coexiste o interesse do gestor na retribuição e eventuais valores extra em função da superação de metas de resultados estabelecidas.
- XLV. Por força de o gestor actuar no exercício da sua profissão, partilha-se o entendimento de que o regime previsto no art. 234º do C. Com. é susceptível de aplicação na relação intermediário/investidor, em particular na celebração de um contrato de gestão de carteiras, desde que o investidor já assuma a qualidade de cliente.
- XLVI. Do ponto de vista jurisprudencial, as decisões dos Tribunais Superiores são diminutas no que ao tratamento do contrato de gestão de carteiras diz respeito com a agravante de que a apreciação do tipo contratual é superficial, especialmente na subsunção dos factos ao direito, isto é, na aferição da eventual qualificação como contrato de gestão de carteiras da concreta relação contratual.

XLVII. Atenta a evolução legislativa quanto à gestão de carteiras, constatou-se o desenvolvimento da regulamentação desta actividade de intermediação financeira, mais especificamente na sua tipificação como um contrato de intermediação financeira e na crescente consagração de deveres do gestor, com destaque para os deveres de informação.

XLVIII. Também se verificou uma modificação no seu conteúdo típico deixando cair a delimitação da actividade de gestão de carteiras à simples administração dos valores mobiliários que a compunham, o que excluía a realização de operações sobre esses bens.

XLIX. Considera-se que a alteração legislativa de 2007 expressou um recuo do legislador no que toca à intervenção no conteúdo contratual da gestão de carteiras e conferiu maior flexibilidade no lugar da posição preventiva até então assumida.

L. As partes deixaram de estar obrigadas a fixar determinados aspectos que compunham o conteúdo contratual mínimo obrigatório e, nesse sentido, a autonomia privada foi ampliada concedendo-se liberdade de fixação e de conformação do conteúdo contratual.

LI. O legislador assumiu uma atitude menos impositiva optando por intervir primordialmente ao nível dos deveres do intermediário e deixando na disponibilidade das partes a determinação do conteúdo contratual, sendo que as garantias de delimitação *ab initio* do âmbito de actuação do gestor, de maior concretização e precisão das prestações, em especial o âmbito e grau de discricionariedade da gestão, ficam esbatidas quando as partes sejam omissas ou pouco claras nas condições contratuais.

- LII. Se por via do conteúdo contratual mínimo a salvaguarda da posição do cliente saía reforçada, bem como se preveniam situações abusivas, actualmente a aferição do cumprimento da prestação principal do gestor, dos deveres aos quais está vinculado e da efectiva prossecução dos interesses do cliente é dificultada perante a eventualidade das partes não clausularem com clareza os termos em que a gestão é exercida.
- LIII. A gestão de carteiras assenta numa especial relação de confiança criada entre o gestor e o cliente, sendo que esta característica não se confunde com a qualificação de negócios fiduciários.
- LIV. São elementos reveladores da fidúcia a entrega a um terceiro – o gestor – de um acervo patrimonial confiando-lhe a sua gestão, ou seja, o cliente prefere incumbir ao gestor a tarefa de prosseguir os seus interesses próprios e pessoais. As condições em que essa gestão é exercida, com autonomia e discricionariedade técnica, também são reveladoras da presença da fidúcia.
- LV. O grau de confiança que o cliente deposita no gestor poderá ser aferido mediante a análise do conteúdo contratual, pois conclui-se que a relação de confiança influi na conformação da relação de gestão de carteiras.
- LVI. Formou-se a firme convicção de que este impacto tornou-se mais visível com a última alteração legislativa às normas reguladoras do contrato, uma vez que não se prevê um conteúdo contratual mínimo obrigatório.
- LVII. A autonomia do gestor propicia a ocorrência de situações de abuso da discricionariedade concedida, o que poderá funcionar como um factor deteriorante da relação de fidúcia.

- LVIII. Porém, este elemento caracterizador da gestão de carteiras quando encarado como estando ao serviço da realização dos interesses do cliente, isto é, funcionando como uma ferramenta para levar a bom porto a tarefa que lhe foi incumbida não colocará em crise a confiança e a prossecução devidamente diligente dos objectivos do cliente.
- LIX. Paralelamente, a relação de confiança é preservada pelo exercício conformado da autonomia e discricionariedade do gestor, visto que a execução da gestão está balizada pelos princípios e deveres de fonte legal, pelas ordens vinculativas e pelas cláusulas contratuais.
- LX. A liberdade de actuação do gestor foi concedida para viabilizar a boa execução da gestão já que o gestor intervém como profissional altamente qualificado. Por esse motivo, esta faculdade visa exclusivamente a prática dos actos mais adequados à rentabilização da carteira estando o seu uso limitado à prossecução dos interesses do cliente e condicionado ao programa de investimento previamente definido.
- LXI. A política de investimento poderá estar vertida no conteúdo contratual com maior ou menor precisão dependendo do teor e extensão do clausulado, assim como da própria relação de confiança existente entre as partes.
- LXII. Quer a regulação contratual demasiado exaustiva e rígida, quer a inserção de cláusulas contratuais abstractas e sem incidência nos moldes em que a gestão deve ser exercida colocam problemas à relação contratual, ora porque se compromete a execução da gestão e, conseqüentemente, o cumprimento da obrigação principal do gestor, ora porque se abre espaço ao uso abusivo dos poderes discricionários e dificulta-se a aferição concreta da realização dos actos tendentes à valorização da carteira.

- LXIII. Abstractamente o conceito de actos tendentes à valorização da carteira é concretizado com relativa facilidade, mas quando envolvidos numa concreta gestão da carteira de um cliente este juízo poderá revelar-se não tão linear.
- LXIV. O exercício dos direitos inerentes é um acto que abrange o normal conteúdo da gestão de carteiras, de forma a retirar todos os proveitos dos bens objecto da gestão constituindo uma das vias possíveis para o seu incremento.
- LXV. A rentabilização destes direitos passará também pela realização de operações de aquisição e transmissão dos mesmos, desde que sejam susceptíveis de destaque e que realizem os interesses do cliente.
- LXVI. Um dos primeiros passos para a valorização da carteira prende-se com a diversificação da sua composição, de acordo com a política de investimento definida e o perfil de investidor no qual o cliente se enquadra.
- LXVII. A boa gestão poderá associar-se à prática de actos que têm em vista a minimização do risco, como também poderá assentar numa estratégia de exposição ao mesmo quando o investimento em produtos complexos tem um peso expressivo na carteira tendo em vista as elevadas taxas de rentabilidade que poderão proporcionar, sem prejuízo de operações de modelação desse risco.
- LXVIII. Um dos factores que coadjuvam na aferição da boa execução da gestão e do cumprimento dos deveres e princípios que norteiam a actuação do gestor liga-se com a eficácia e a eficiência.

- LXIX. Existindo uma rentabilização da carteira não significa necessariamente que o gestor realizou plenamente os interesses do cliente; exige-se que esse resultado tenha sido obtido mediante a prática de actos adequados ao perfil do cliente e ao tipo de gestão estabelecida, para além de que os custos associados devem ser os menores possíveis não relegando para um plano secundário a preocupação com a optimização dos recursos.
- LXX. A obrigação do gestor não se encontra cumprida somente com a verificação de um incremento da carteira, pois poderão ocorrer situações em que o gestor praticou todos os actos tendentes à valorização e a carteira não sofreu alterações no seu valor ou até desvalorizou.
- LXXI. Por fim, a execução da gestão em conformidade com a política de investimento acordada e na prossecução dos objectivos do cliente não se circunscreve à actuação dinâmica do gestor mediante a prática sucessiva de actos. Poderá materializar-se numa actuação estática do gestor quando se aguarda pelos resultados das operações efectuadas ou quando a melhor decisão é precisamente não actuar em detrimento da realização das operações que se apresentavam como plausíveis.

BIBLIOGRAFIA

AFONSO, Ana,

- “O Contrato de Gestão de Carteira: Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro” in *Jornadas. Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pp. 55-86.

ALEXANDRE, Isabel,

- “Investidor Institucional, Não Institucional Equiparado e Investidor Comum” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra Editora, 2004, pp. 9-27.

ALMEIDA, António Pereira de,

- “Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados”, Vol. II, 7ª Ed. Reformulada e Actualizada, Coimbra Editora, 2013.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de,

- “Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 121-136.
- “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 291-309.

ALMEIDA, José Queirós,

- “Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 24, Novembro 2006, pp. 291-303.

ALMEIDA, Margarida Azevedo de,

- “Valores Mobiliários, CMVM e Protecção dos Consumidores” in *Estudos do Instituto de Direito do Consumo*, Vol. IV, Almedina, 2016, pp. 165-180.

ANDRADE, Manuel A. Domingues de,

- “Teoria Geral da Relação Jurídica”, Vol. II – Facto Jurídico, em especial Negócio Jurídico, 9ª Reimp., Almedina, 2003.

ANTUNES, José A. Engrácia,

- “Os Instrumentos Financeiros”, Reimp. da 3ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2018.
- “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 56, Abril 2017, pp. 31-52.
- “Direito dos Contratos Comerciais”, Reimp., Almedina, 2017.
- “Os Contratos no Código Comercial Português” in *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, Vol. II, Universidade Católica Editora, 2011, pp. 257-297.
- “Os Contratos de Intermediação Financeira” in *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. 85, 2009, pp. 277-319.
- “Os Valores Mobiliários: Conceito, Espécies e Regime Jurídico” in *Revista da Faculdade de Direito do Porto*, Ano 5, 2008, pp. 87-142.
- “Direito e Justiça – Contratos Comerciais – Noções Fundamentais”, Universidade Católica, 2008.

ASCENSÃO, José de Oliveira,

- “O Novíssimo Conceito de Valor Mobiliário” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 139-162.
- “A Protecção do Investidor” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra Editora, 2003, pp. 13-40.
- “Direito Civil: Teoria Geral”, Vol. III – Relações e Situações Jurídicas, Coimbra Editora, 2002.
- “Direito Civil: Sucessões”, 5ª Ed. Revista, Coimbra Editora, 2000.
- “Valor Mobiliário e Título de Crédito” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 27-54.

AZEVEDO, Maria Luísa, [et al.]

- “Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar: Anotado e Comentado”, Bolsa de Derivados, 1996.

CÂMARA, Paulo,

- “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 3ª Ed., Almedina, 2016.
- “O Sistema de Indemnização de Investidores: Âmbito de Cobertura e Evolução Recente” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, 2011, pp. 43-64.
- “Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura” in *Legislação: Cadernos de Ciência de Legislação*, N.º 48, Janeiro – Março 2009, pp. 7-63.
- “Supervisão e Regulação do Mercado de Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 39-64.
- “O Dever de Adequação dos Intermediários Financeiros” in *Estudos em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Vol. II, Almedina, 2008, pp. 1307-1324.

CASTRO, Carlos Osório de,

- “A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 333-347.

CATROGA, Eduardo,

- “O Impulso do Mercado de Capitais Português na Década de 90” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, Dezembro 2001, pp. 31-34.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes,

- “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, Reimp., Almedina, 2017.
- “Tratado de Direito Civil”, Vol. V – Parte Geral, Almedina, 3ª Ed., 2017.
- “Da Boa-fé no Direito Civil”, 7ª Reimp., Almedina, 2017.
- “Direito Bancário”, 6ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2016.
- “Direito Comercial”, 4ª Ed. Revista, Actualizada e Aumentada, Almedina, 2016.
- “Valor Mobiliário: Evolução e Conceito” in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 2, Ano 8, Almedina, 2016, pp. 309-342.
- “A Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros” in *Vida Judiciária*, N.º 197, Setembro – Outubro 2016, pp. 4-5.
- “Uma Introdução ao Direito dos Valores Mobiliários” in *Revista Jurídica*, N.º 30, AAFDL, 2016, pp. 15-35.
- “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. I, Almedina, 2015.
- “Direito Europeu dos Valores Mobiliários: Evolução e Linhas Gerais” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 7, N.º 2, Almedina, 2015, pp. 273-296.
- “Tratado de Direito Civil”, Vol. I, 4ª Ed. Reformulada e Actualizada, Almedina, 2012.

CORREIA, Miguel J. A. Pupo,

- “Direito Comercial: Direito da Empresa”, Reimp. da 13ª Ed. Revista e Actualizada, Ediforum, 2017.

COSTA, Mário Júlio de Almeida,

- “Direito das Obrigações”, Reimp. da 12ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2018.

CUNHA, Paulo Olavo,

- “Lições de Direito Comercial”, Almedina, 2010.

DUARTE, Rui Pinto,

- “Contratos de Intermediação no Código de Valores Mobiliários” in *Cadernos* 7, 2000, pp. 351-372.

FERNANDES, Luís A. Carvalho,

- “Teoria Geral do Direito Civil”, Vol. II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica, 5ª Ed. Revista e Actualizada, Universidade Católica Editora, 2014.
- “Teoria Geral do Direito Civil”, Vol. I – Introdução, Pressupostos da Relação Jurídica, 6ª Ed. Revista e Actualizada, Universidade Católica Editora, 2012.

FERREIRA, Amadeu José,

- “Direito dos Valores Mobiliários”, AAFDL, 1997.

FERREIRA, Eduardo Paz,

- “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 137-159.

FIGUEIREDO, André,

- “Mandato Sem Representação, Separação Patrimonial e Concurso de Credores” in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor José Lebre de Freitas*, Vol. I, Coimbra Editora, 2013, pp. 193-235.

FRADA, Manuel A. Carneiro da,

- “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras” in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69 – Vol. III/IV, 2009, pp. 633-695.

GOMES, Fátima,

- “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado” in *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pp. 565-599.

GOMES, Manuel Januário da Costa,

- “Em Tema de Revogação do Mandato Civil”, Almedina, 1989.
- “Contrato de Mandato Comercial: Questões de Tipologia e Regime” in *As Operações Comerciais*, Almedina, 1988, pp. 465-564.

GONZALEZ, Pedro Boullosa,

- “Qualidade da Informação” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 49, Dezembro 2014, pp. 1-10.
- “Gestão de Carteiras – Deveres de Informação”, Anotação à Sentença da 5ª Vara Cível da Comarca do Porto, 3ª Secção, processo 2261/05.0TVPRT in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 30, Agosto 2008, pp. 147-166.

GUINÉ, Orlando Vogler,

- “Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto – OPA Obrigatória, Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 151-181.

HENRIQUES, Paulo Alberto Videira,

- “A Desvinculação Unilateral *ad nutum* nos Contratos Cíveis de Sociedade e de Mandato”, *Stvdia Ivridica*, 54, Coimbra Editora, 2001.

JUSTINO, David,

- “História da Bolsa de Lisboa”, Bolsa de Valores, 1994.
- “Origens da Bolsa de Lisboa”, Bolsa de Valores, 1993.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes,

- “Direito das Obrigações”, Vol. I, 15ª Ed., Almedina, 2018.
- “O Contrato de Gestão de Carteiras” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 51, N.º 1, 2015, pp. 109-121.
- “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2001, pp. 129-156.

LIMA, Pires de, VARELA, Antunes,

- “Código Civil Anotado”, Vol. I, Reimp. da 4ª Ed. Revista e Actualizada, Coimbra Editora, 2011.
- “Código Civil Anotado”, Vol. II, Reimp. da 4ª Ed. Revista e Actualizada, Coimbra Editora, 2010.
- “Código Civil Anotado”, Vol. VI, Reimp. da Ed. de 1998, Coimbra Editora, 2011.

MARTINS, Alexandre de Soveral,

- “Títulos de Crédito e Valores Mobiliários”, Parte I – Títulos de Crédito, Vol. I, 2.ª Reimp., Almedina, 2014.

MARTINS, Fazenda,

- “Deveres dos Intermediários Financeiros em especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 7, Abril 2000, pp. 330-349.

MASCARENHAS, Maria Vaz de,

- “O Contrato de Gestão de Carteiras: Natureza, Conteúdo e Deveres” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 13, Almedina, 2002, pp. 109-128.

MENDES, João de Castro,

- “Direito Civil: Teoria Geral”, Vol. I, AAFDL, 1997.

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde,

- “Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações”, Almedina, 1989.

MONTEIRO, Manuel Alves,

- “A Ética na Análise Financeira” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra Editora, 2003, pp. 147-163.
- “Nos Dez Anos da CMVM: Um Papel Decisivo para a Dinamização do Mercado” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, Dezembro 2001, pp. 29-30.

MORAIS, Jorge Alves, LIMA, Joana Matos,

- “Código dos Valores Mobiliários Anotado”, Quid Juris, 2015.

NETO, Abílio,

- “Código Comercial e Contratos Comerciais - Anotado”, Ediforum, 2008.

NEVES, Maria Elisabete, QUELHAS, Ana Paula,

- “Carteiras de Investimento - Gestão e Avaliação do Desempenho”, Almedina, 2013.

NUNES, Fernando Conceição,

- “Os Intermediários Financeiros” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, pp. 91-128.

OGANDO, José João de Avillez,

- “Os Deveres de Informação Permanente no Mercado de Capitais” in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Vol. I/II, 2004, pp. 201-256.

OLIVEIRA, Fernando Baptista de,

- “Contratos Privados: Das Noções à Prática Judicial”, Vol. I, 2ª Ed. Revista e Ampliada, Coimbra Editora, 2015.

PENA, Nuno Ricardo da,

- “Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado”, N. R. Pena, 2015.

PEREIRA, José Nunes,

- “Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 265-317.
- “A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: Uma Experiência de Regulação Financeira em Portugal” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, Dezembro 2001, pp.11-27.

PEREIRA, Maria Miguel Rebelo,

- “Do Contrato de Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários (Natureza Jurídica e Alguns Problemas de Regime)”, Dissertação de Mestrado, FDUL.

PINA, Carlos Costa,

- “Instituições e Mercados Financeiros”, Almedina, 2005.

PINHEIRO, Luís de Lima,

- “Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX, Coimbra Editora, 2009, pp. 141-192.

PINTO, Carlos Alberto da Mota,

- “Teoria Geral do Direito Civil”, 4ª Ed., Coimbra Editora, 2012.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa,

- “A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 7, Almedina, Abril 2000, pp. 90-103.
- “A Tutela dos Mercados de Valores Mobiliários e o Regime do Ilícito de Mera Ordenação Social” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, pp. 285-321.

PORTUGAL, Ministério das Finanças, CMVM,

- “Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários”, CMVM, 1999.

REIS, António da Cunha,

- “A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 11, Agosto 2001, pp.1-11.

RIBEIRO, Joaquim de Sousa,

- “Autonomia Privada e Atipicidade dos Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 295-312.

RODRIGUES, Pedro Miguel,

- “A Intermediação Financeira: Em Especial, os Deveres de Informação do Intermediário Perante o Cliente” in *Data Venia*, Ano 1, N.º 2, 2013, pp. 101-131.

RODRIGUES, Sofia Nascimento,

- “A Reforma do Sistema Português de Supervisão Financeira” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, Coimbra Editora, 2011, pp. 537-565.
- “A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários”, Almedina, 2001.

SANTOS, Gonçalo André Castilho dos,

- “A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro perante o Cliente”, Almedina, 2008.

SANTOS, Jorge Costa,

- “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários: Em Especial, os Direitos Equiparados a Valores Mobiliários e o Direito ao Dividendo”, Lex, 1997, pp. 55-98.

SARAIVA, Rute,

- “Direito dos Mercados Financeiros”, Reimp. da 2ª Ed., AAFDL, 2018.

SILVA, João Calvão da,

- “Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português”, 5ª Ed. Revista e Aumentada, Almedina, 2017.

SILVA, Paula Costa e,

- “Direito dos Valores Mobiliários: Relatório”, Coimbra Editora, 2005.

SOARES, António,

- “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, pp. 133-166.

TEIXEIRA, Felipe Canabarro,

- “Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação a seus Clientes e sua Responsabilidade Civil” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 31, Dezembro 2008, pp. 50-87.

ULRICH, Ruy Ennes,

- “Da Bolsa e Suas Operações”, 3ª Ed., Imprensa da Universidade, 2012.

VARELA, Antunes,

- “Das Obrigações em Geral”, Vol. I, Reimp. da 10ª Ed. Revista e Actualizada, Almedina, 2017.

VASCONCELOS, Pedro Pais de,

- “Direito Comercial”, Vol. I, Reimp. da Ed. de 2011, Almedina, 2017.
- “O Mandato Bancário” in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Vol. II – Direito Bancário, Almedina, 2002, pp. 131-155.
- “Direitos Inerentes e Direito Subjectivo” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 4, Maio 1999, pp. 21-31.

PORTUGAL, Ministério das Finanças/CMVM,

- “Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários”, CMVM, 1999.

LISTA DE JURISPRUDÊNCIA

Supremo Tribunal de Justiça, acórdão de 11 de Janeiro de 2000, no processo 99A792, relator Ribeiro Coelho, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Tribunal da Relação de Lisboa, acórdão de 06 de Abril de 2017, no processo 519/10.5TYLSB-H.L1-2, relator Ondina Carmo Alves, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Tribunal da Relação de Lisboa, acórdão de 09 de Julho de 2014, no processo 519/10.5TYLSB-BA.L1-6, relator Maria Manuela Gomes, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Tribunal da Relação de Lisboa, acórdão de 21 de Junho de 2011, no processo 3345/08.8TVLSB.L1-1, relator António Santos, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Tribunal da Relação do Porto, acórdão de 16 de Março de 2015, no processo 234/11.2TVPR.T.P1, relator José Eusébio Almeida, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Tribunal da Relação do Porto, acórdão de 21 de Março de 2013, no processo 2050/11.2TBVFR.P1, relator Leonel Serôdio, [Em linha]. [Consult. 25 de Fevereiro de 2018]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.dgsi.pt>>.

Todas as páginas electrónicas indicadas foram revisitadas, para efeitos de confirmação de inalterações ao seu conteúdo, no dia 31 de Julho de 2018.