

A DIRECTIVA RELATIVA A MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS A CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO COMO SERVIÇO DE INVESTIMENTO

CARLA CABRITA*

1. ENQUADRAMENTO

A Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa a mercados de instrumentos financeiros (DMIF), complementada pelas normas de execução plasmadas na Directiva 2006/73/CE da Comissão, de 10 de Agosto de 2006¹ e no Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de 10 de Agosto de 2006², promove a consultoria para investimento em instrumentos financeiros a serviço de investimento.

Anteriormente a consultoria para investimento em valores mobiliários era qualificada como serviço auxiliar dos serviços de investimento, tal como previsto na Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários (DSI) e no ordenamento jurídico nacional, por força da alínea c) do artigo 291.º do Código dos Valores Mobiliários (Cód.VM) aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

Nos últimos anos, a complexidade no mercado de capitais registou um incremento notável, quer por via de um crescente leque de instrumentos financeiros e de serviços ao dispor dos

investidores, quer por via da maior complexidade desses, e consequentemente o aumento da dependência dos investidores de um aconselhamento personalizado a fim de melhor tomarem as suas decisões de investimento, levou o legislador comunitário a reconhecer a consultoria para investimento em instrumentos financeiros como serviço de investimento (ponto 5 da Secção A do Anexo I da DMIF), garantindo uma maior protecção dos investidores. Por força dessa qualificação, o regime do passaporte comunitário, previsto nos artigos 31.º e 32.º da DMIF, é extensível ao exercício da consultoria para investimento, impondo-se para tal o seu exercício através de empresa de investimento³. Permite-se, assim, às empresas de investimento operar em todo o espaço da União Europeia com base na autorização que lhes é concedida pelo Estado Membro de origem.

Nos termos anteriormente previstos no artigo 294.º do Cód.VM, a consultoria para investimento, podia ser prestada por intermediários financeiros autorizados a exercer essa actividade ou por consultores autónomos que se dedicassem exclusivamente a essa actividade. Por sua vez, o artigo 301.º do mesmo diploma fazia

* Economista no Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado da CMVM. As opiniões expressas no presente texto são da exclusiva responsabilidade da autora, não podendo ser entendidas como exprimindo qualquer entendimento da CMVM.

1- Aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

2- Aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

3- O exercício da actividade de consultoria para investimento é igualmente permitido às instituições de crédito.

depende o exercício dessa actividade, por parte de consultores autónomos, de autorização da CMVM, a qual apenas era concedida a pessoas singulares idóneas que demonstrassem possuir aptidão profissional adequada e meios materiais suficientes para o exercício da actividade. O artigo 320.º do mesmo diploma conferia habilitação à CMVM para elaborar os regulamentos necessários à concretização do regime aplicável aos consultores autónomos e requisitos da prestação da actividade.

Reconhecia o legislador nacional que a consultoria para investimento poderia ser prestada com base num contrato, prevendo o artigo 345.º do Cód. VM um conjunto de deveres do consultor para com os seus clientes, nomeadamente, impondo a prestação de informação relativa aos riscos envolvidos no investimento aconselhado, a apresentação de estimativas de custos, quer para a realização das operações, quer para a prestação do serviço de consultoria e a informação sobre a existência de conflitos de interesses.

Com base neste quadro legal, foi aprovado o Regulamento da CMVM n.º 12/2000, onde se estabeleciam as condições do exercício da actividade dos consultores autónomos, requerendo-se, nomeadamente, que esses deviam possuir qualificação profissional, comprovada por aprovação em exame realizado para o efeito junto de entidade de certificação autorizada pela CMVM. A fim de diminuir o risco de conflitos de interesses do exercício da actividade, era imposto um conjunto de incompatibilidades, vedando-se aos consultores autónomos a actuação como contraparte dos seus clientes nas operações recomendadas e a prestação de quaisquer serviços a intermediários financeiros ou a entidades integradas em grupo financeiro, com excepção de serviços de consultoria.

Tendo presente a publicação da DMIF em 2004, procedeu-se em 2005 a uma alteração ao Regulamento da CMVM n.º 12/2000⁴, com o intuito de preparar o espírito dos intermediários financeiros para os desafios a que os mesmos viriam a estar sujeitos na sequência da transposição dessa Directiva. Aproveitou-se o ensejo para ajustar o regime de acesso à actividade do consultor autónomo e respectivo âmbito de actuação.

Assim, a partir de 1 de Janeiro de 2006, clarificou-se a possibilidade de os consultores autónomos prestarem o serviço de recepção e transmissão de ordens sobre valores mobiliários, desde que essa transmissão de ordens se destinasse a intermediários financeiros e que as ordens fossem meros actos de execução do investimento recomendado, ao consultor não fossem conferidos quaisquer poderes discricionários típicos do contrato de gestão individual de carteiras e que fosse revelada ao intermediário financeiro receptor das ordens, em procuração, a qualidade de consultor autónomo. Assim, o consultor autónomo poderia receber e transmitir as ordens dos seus clientes, a intermediários financeiros autorizados a prestar esse serviço, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 290.º do Cód. VM, servindo como que de “mensageiro” das ordens resultantes da aceitação das recomendações realizadas aos consulentes.

Desta forma, a transposição do quadro comunitário para o ordenamento jurídico nacional não se materializa em grandes alterações no regime dos consultores autónomos, traduzindo-se antes mais numa alteração terminológica. Cumpre, contudo, destacar que a par da figura já conhecida surgirá uma nova figura no ordenamento jurídico nacional, a qual beneficiará da

4- Alteração introduzida pelo Regulamento da CMVM n.º 7/2005.

possibilidade de exercício da actividade de consultoria para investimento numa base transfronteiriça, por força do instituto do passaporte comunitário.

II. EXERCÍCIO DA ACTIVIDADE DE CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO

A DMIF define, no ponto 4, do n.º 1 do artigo 4.º, consultoria para investimento como a “prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, quer a pedido deste, quer por iniciativa da empresa de investimento, relativamente a uma ou mais operações respeitantes a instrumentos financeiros”.

Posteriormente, o artigo 52.º da Directiva de execução vem densificar o conceito de *aconselhamento personalizado*. Entende-se que existe aconselhamento personalizado quando é feita uma recomendação baseada nas circunstâncias pessoais e específicas do investidor e adequada a esse investidor (efectivo ou potencial⁵) em particular, com vista à tomada de uma decisão de investimento sobre um instrumento financeiro específico, como seja a sua compra, venda, subscrição, troca, resgate, detenção, tomada firme ou o exercício (ou não) de qualquer direito ao mesmo subjacente.

Um dos pilares do regime de protecção dos investidores previsto na DMIF, é o da adequação dos instrumentos financeiros ou dos serviços de investimento ao perfil do cliente (princípio de *know your customer*⁶). Tal princípio está subjacente na própria definição do que se entende pelo exercício da consultoria para investimento, com a introdução do conceito de aconselhamento personalizado. Com vista a assegurar a protecção dos investidores, exige-se ao intermediário financeiro ou consultor, no

exercício da actividade de consultoria para investimento, a obtenção de um conjunto alargado de informação sobre o cliente, com vista à recomendação de instrumentos financeiros e serviços de investimento adequados ao seu perfil. Deste modo, tal como previsto no n.º 4 do artigo 19.º da DMIF, a prestação de um aconselhamento personalizado adequado a um cliente, impõe ter em consideração não só o nível de conhecimentos e experiência do cliente para compreender os riscos envolvidos no investimento recomendado, como também a sua situação financeira e os seus objectivos de investimento (teste de *suitability*).

Reconhece o legislador comunitário que uma recomendação que seja emitida não tendo em consideração as características pessoais de um determinado cliente não constitui aconselhamento personalizado, e como tal não enforma o conceito de consultoria para investimento. Nesse caso estar-se-á em presença da chamada *consultoria genérica*, a qual poderá consistir na emissão de recomendações sobre instrumentos financeiros destinada a um conjunto vasto de investidores ou ao público em geral.

A este propósito, o considerando (81) da Directiva de execução dispõe no sentido de que a “*consultoria genérica acerca de um tipo de instrumento financeiro não constitui consultoria para investimento, atendendo a que a consultoria para investimento se restringe à consultoria sobre instrumentos financeiros específicos*”.

Na consultoria para investimento, o ponto de partida para a prestação do serviço pelo intermediário financeiro ou consultor é o conhecimento que o mesmo tem do perfil e das circunstâncias pessoais do cliente, encerrando-se o exercício com a prestação de um

5- De facto, uma das novidades da DMIF prende-se com a aplicação das normas de protecção, previstas na Directiva, ao investidor/cliente potencial a par do investidor/cliente efectivo.

6- Tal princípio já se encontrava consagrado no ordenamento jurídico nacional (cf. n.º 3 do artigo 304.º do Cód. VM aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro), o qual vem agora reforçado.

aconselhamento personalizado (*taylor made*), considerado adequado em resultado da avaliação efectuada à situação concreta do cliente. Por seu turno, na consultoria genérica o ponto de partida para as recomendações poderá ser a análise dos instrumentos financeiros e da situação do mercado financeiro em geral, traduzindo-se essa análise na prestação de um aconselhamento generalizado, que não tem em consideração a situação específica de um determinado cliente e que poderá servir a um conjunto vasto de perfis de clientes (*one size fits several*)⁷.

De igual forma, entende-se que os intermediários financeiros poderão prestar consultoria genérica em momento prévio, por exemplo, ao da prestação de consultoria para investimento ou da prestação do serviço de recepção de ordens, como forma de preparação da prestação do serviço em causa; nesse caso, e tendo presente o disposto no considerando (82) da Directiva de execução, esses actos preparatórios em relação à prestação de um serviço de investimento devem ser considerados como uma parte integrante da prestação do serviço.

Não obstante a consultoria genérica não enformar a prestação de um serviço de investimento, é exigido que na sua prestação os intermediários financeiros cumpram com os seus deveres de diligência e lealdade para com os seus clientes⁸. Todas as informações prestadas pelos intermediários financeiros aos seus clientes

devem ser correctas, claras e não devem induzir em erro. Tal dever deve perpassar igualmente a divulgação de comunicações comerciais por parte dos intermediários financeiros, as quais devem ser claramente identificadas como tal.

O legislador nacional permite, como melhor veremos infra, o exercício da actividade de consultoria para investimento em instrumentos financeiros, a intermediários financeiros autorizados a exercer essa actividade, e relativamente a valores mobiliários é permitido ainda, o exercício daquela actividade a consultores para investimento.

A prestação de serviços de investimento e serviços auxiliares aos mesmos, a título profissional, está circunscrita aos intermediários financeiros. No entanto, reconhece o legislador nacional que a prestação de conselhos de investimento, como complemento normal e não remunerado de profissão de fim diverso da prestação de serviços de investimento, fica excluída da actividade de consultoria para investimento (alínea c) do n.º 3 do artigo 289.º do Cód. VM de transposição da DMIF). Tal isenção constava já do Cód. VM aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, onde se determinava no n.º 2 do artigo 294.º que não era considerada actividade de consultoria para investimento a prestação de conselhos inserida na actividade profissional de pessoas que não intermediários financeiros ou consultores autónomos, desde que tal consubstanciasse complemento normal e necessário da actividade principal por elas exercida.

7- Reconhece-se que poderão existir situações onde a fronteira entre a consultoria genérica e a consultoria para investimento (personalizada) poderá não ser clara. Não obstante, situações designadamente em que um gestor comercial no contacto com o cliente proponha o investimento num determinado tipo de instrumento financeiro ou em situações de promoção de determinado instrumento financeiro no âmbito de uma campanha de vendas (campanha de produto) ou divulgação de *research*, por iniciativa do intermediário financeiro, não é considerada consultoria para investimento, na medida em que não é prestada tendo em conta as características de um determinado cliente.

8- Na prestação de serviços de investimento e/ou serviços auxiliares, exige-se que os intermediários financeiros pautem a sua actuação por padrões de honestidade, equidade, profissionalismo e em função dos interesses dos clientes.

III. CONSULTORES PARA INVESTIMENTO

No uso da isenção de aplicação prevista no artigo 3.º da DMIF, e tendo presente a realidade nacional dos consultores autónomos, o legislador português reconheceu, no ordenamento jurídico nacional, a figura dos consultores para investimento em valores mobiliários, a qual é inteiramente regulada pelo direito interno.

De facto, estipula o artigo 3.º da DMIF que os Estados-Membros poderão não aplicar a Directiva às pessoas, de que sejam o Estado-Membro de origem i) a quem esteja vedada a possibilidade de deter fundos ou valores mobiliários de clientes e que ii) apenas estejam autorizadas a prestar os serviços de recepção e transmissão de ordens em valores mobiliários e de consultoria para investimento em valores mobiliários.

Assim consagrou-se no ordenamento jurídico nacional a figura dos consultores para investimento em valores mobiliários, os quais são pessoas singulares ou colectivas *“idóneas que demonstrem possuir qualificação e aptidão profissional, de acordo com elevados padrões de exigência, adequadas ao exercício da actividade e meios materiais suficientes, incluindo um seguro de responsabilidade civil”* (n.º 2 do artigo 301.º do Código dos Valores Mobiliários na redacção introduzida pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007 de 31 de Outubro ou Cód. VM *post* DMIF).

Do ponto de vista da organização da pessoa jurídica, cumpre destacar a possibilidade de os consultores para investimento poderem organizar-se não apenas enquanto pessoa singular, mas também como pessoa colectiva sob a forma societária, permitindo que os actuais consultores autónomos possam associar-se para o exercício da respectiva actividade, com o objectivo de beneficiarem, dessa forma, de estruturas

comuns, com redução dos custos inerentes aos meios que devem ter ao seu dispor.

Não obstante o reconhecimento expresso da possibilidade do consultor para investimento se organizar sob a forma de pessoa colectiva, os requisitos de qualificação e aptidão profissional e a exigência de seguro profissional são verificados em face das pessoas singulares que integram a pessoa colectiva; da mesma forma, os requisitos de idoneidade, além de aplicáveis à pessoa colectiva, serão igualmente aplicáveis às pessoas singulares que integram a pessoa colectiva (n.º 3 do artigo 301.º do Cód. VM *post* DMIF).

Tal como referido supra, aos consultores para investimento exigir-se-á, em matéria de meios materiais para o exercício da actividade, um seguro de responsabilidade civil à semelhança do exigido a outras figuras com intervenção no mercado de capitais nacional. A exigência de seguro de responsabilidade civil destina-se a proteger os investidores, de forma a assegurar que possam estar cobertos os montantes reclamados pelos clientes relativamente a um consultor para investimento, a título de indemnização ou como compensação de perdas decorrentes de actos, erros ou omissões cometidos no exercício da sua actividade. Tal exigência ganha maior importância se atendermos a que deixa de ser exigido aos consultores para investimento a certificação por entidade autorizada pela CMVM, mediante aprovação em exame, como meio de garantia de qualificação profissional. A exigência de seguro tem ainda vantagens para o próprio consultor, garantindo também protecção dos seus interesses, atendendo a que o mesmo pode financiar pedidos de indemnização consideráveis e imprevistos, e que cobre normalmente a responsabilidade jurídica e os custos da defesa do próprio consultor, em caso de reclamação, a título de indemnização, dos seus clientes.

Aos consultores para investimento é ainda permitida a prestação do serviço de recepção e transmissão de ordens em valores mobiliários (nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 290.º do Cód.VM post DMIF), desde que a transmissão dessas ordens se dirija a intermediários financeiros referidos no n.º 1 do artigo 293.º do Cód. VM e desde que não detenham fundos ou valores mobiliários pertencentes a clientes. À semelhança do anteriormente previsto no Regulamento da CMVM n.º 12/2000, na redacção introduzida pelo Regulamento da CMVM n.º 7/2005, entende-se que a recepção e transmissão de ordens sobre valores mobiliários será possível na medida em que essas ordens resultem da aceitação pelos clientes do aconselhamento prestado e na medida em que ao consultor não sejam conferidos poderes discricionários típicos do contrato de gestão individual de carteiras.

Quanto ao objecto do exercício, realça-se a impossibilidade dos serviços prestados por consultor para investimento recaírem sobre instrumentos financeiros que não valores mobiliários. Aos consultores para investimento está vedada a possibilidade de prestar aconselhamento sobre investimentos que incorporam instrumentos financeiros derivados, mesmo que com o objectivo de cobertura de riscos de investimentos recomendados em valores mobiliários, atendendo a que o seu objecto de exercício está limitado a valores mobiliários. Reconhece-se a falta de racionalidade económica que pautou a opção conferida pelo legislador comunitário, quando o

mesmo admite que existem no mercado financeiro um leque alargado de instrumentos financeiros ao dispor dos investidores⁹.

De salientar ainda que aos consultores para investimento não é expressamente permitida a possibilidade de elaborarem estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros (v.g. *research*)¹⁰, aspecto igualmente criticável do ponto de vista económico. De facto, atendendo a que aos consultores para investimento é permitida a prestação de aconselhamento personalizado relativamente a operações sobre valores mobiliários, e reconhecendo-se que o *research* pode aumentar a qualidade do serviço prestado, não é claramente perceptível a razão da não previsão expressa dessa possibilidade.

Tal como previsto no n.º 2 do artigo 3.º da DMIF, os consultores para investimento em valores mobiliários são uma figura nacional que não beneficiam do regime do passaporte comunitário previsto na DMIF, não podendo beneficiar da liberdade de prestação de serviços ou de estabelecimento de sucursal noutros Estados Membros da União Europeia¹¹.

Aos consultores para investimento aplicam-se, com as devidas adaptações, as regras gerais previstas para as actividades de intermediação financeira, nomeadamente as relativas a conflitos de interesses e normas de conduta, incluindo a obrigatoriedade de adequação do aconselhamento às circunstâncias pessoais dos clientes.

9- A este propósito relembre-se que são negociados em mercado cada vez mais valores mobiliários que incorporam características dos valores mobiliários e de outros instrumentos financeiros, nomeadamente, instrumentos financeiros derivados.

10- A elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros é qualificada como serviço auxiliar dos serviços de investimento, nos termos da alínea c) do artigo 291.º do Cód. VM post DMIF.

11- Nesta perspectiva, receia-se que a figura do consultor para investimento possa vir a ser consumida por outra introduzida pelo quadro comunitário, como seja a figura do agente vinculado, o qual poderá, entre outros, prestar o serviço de consultoria para investimento em instrumentos financeiros, incluindo numa base transfronteiriça.

IV. SOCIEDADES DE CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO

De entre os intermediários financeiros elegíveis para o exercício de consultoria para investimento em instrumentos financeiros cumpre destacar a figura das *sociedades de consultoria para investimento*, uma nova categoria de empresas de investimento autorizadas a exercer a actividade e cujo regime jurídico é estabelecido em diploma próprio (Decreto-Lei n.º 357-B/2007 de 31 de Outubro).

Atendendo a que, por força da DMIF, a consultoria para investimento em instrumentos financeiros foi promovida a serviço de investimento e que apenas empresas de investimento ou instituições de crédito devidamente autorizadas podem exercer tal actividade numa base transfronteiriça, importava garantir que as entidades que pretendam exercer essa actividade possam beneficiar do regime do passaporte comunitário.

As sociedades de consultoria para investimento são assim empresas de investimento e, por conseguinte, nos termos do artigo 293.º do Cód. VM *post* DMIF, intermediários financeiros, que têm como objecto exclusivo a prestação do serviço de consultoria para investimento em instrumentos financeiros e a recepção e transmissão de ordens por conta de outrem (número 1 do artigo 1.º do DL n.º 357-B/2007).¹² Relativamente ao objecto das sociedades de consultoria para investimento é igualmente questionável que não esteja expressamente permitida a emissão de *research* por parte destas entidades, quando é reconhecido que tal poderia aumentar a qualidade do serviço prestado.

O regime jurídico aplicável às sociedades de consultoria para investimento permite-lhes adoptar a forma de sociedade anónima ou de sociedade por quotas, incluindo as sociedades unipessoais por quotas. Caso a sociedade de consultoria para investimento adopte a forma de sociedade anónima, o respectivo capital social deve ser obrigatoriamente representado por acções nominativas para que se possa determinar facilmente quem são os seus accionistas, e em especial os detentores de participação qualificada, com o objectivo de controlar se estes reúnem as condições necessárias para garantir a gestão sã e prudente destas sociedades.

Enquanto empresas de investimento, as sociedades de consultoria para investimento ficam sujeitas a um regime de autorização prévia, sem o qual não podem exercer a sua actividade. Esse regime de autorização consubstancia-se num único acto junto da CMVM, com a concessão de autorização a implicar o registo inicial de actividades referido no artigo 295.º do Cód. VM *post* DMIF. À CMVM são atribuídos poderes de supervisão, quer comportamental, quer prudencial destas sociedades.

Tendo presente a faculdade conferida pela DMIF¹³, o legislador português optou, atentas as actividades que podem ser exercidas, por sujeitar as sociedades de consultoria para investimento a um regime de supervisão prudencial mais flexível, estabelecendo, assim, requisitos prudenciais mais ligeiros do que os exigidos às demais empresas de investimento, mas, ainda assim, aptos a satisfazer as necessidades de prudência, por forma a garantir o bom funcionamento de tais empresas.

12- À semelhança do regime aplicável a outras categorias de empresas de investimento (como sejam as sociedades corretoras, as sociedades financeiras de corretagem ou as sociedades gestoras de patrimónios) e instituições de crédito, as sociedades de consultoria para investimento apenas podem exercer as actividades constantes do seu objecto.

13- Artigo 67.º da DMIF que altera a Directiva 93/6/CEE, vertido posteriormente no artigo 7.º da Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, que estabelece os requisitos de adequação de fundos próprios aplicáveis às empresas de investimento e às instituições de crédito e revoga a Directiva 93/6/CEE.

Assim, em matéria de requisitos prudenciais, o legislador nacional estabeleceu que no momento da autorização de constituição, a sociedade de consultoria para investimento deve dispor de (i) um capital social mínimo de € 50.000 a realizar à data da constituição da sociedade, ou (ii) um seguro de responsabilidade civil que abranja toda a União Europeia, ou qualquer outra garantia equivalente, que cubra as responsabilidades resultantes de negligência profissional, que represente, no mínimo, uma cobertura de € 1.000.000 por sinistro e, globalmente, € 1.500.000 para todos os sinistros que ocorram durante um ano ou (iii) uma combinação de capital social inicial e de seguro de responsabilidade civil numa forma que resulte num grau de protecção equivalente ao conferido por qualquer uma das duas outras possibilidades¹⁴.

À semelhança do previsto para os consultores para investimento, as sociedades de consultoria para investimento não podem, nomeadamente, deter fundos ou instrumentos financeiros de clientes, conceder crédito sob qualquer forma ou adquirir por sua conta quaisquer instrumentos financeiros e bens imóveis, salvo os

necessários à instalação das suas próprias actividades.

Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de sociedade de consultoria para investimento e as pessoas que dirigem efectivamente a sua actividade devem ser idóneos e possuir experiência adequada ao desempenho das respectivas funções, dando garantias de uma gestão sã e prudente.

De igual forma, os interessados em deter participação qualificada¹⁵ em sociedade de consultoria para investimento devem reunir condições que garantam uma gestão sã e prudente da sociedade, impondo-se que a pessoa que, directa ou indirectamente, pretenda adquirir participação qualificada em sociedade de consultoria para investimento comunique a sua intenção previamente à CMVM, com vista à sua não oposição.

Em matéria de passaporte comunitário foi estabelecido pelo legislador nacional que às sociedades de consultoria para investimento com sede em Portugal que pretendam exercer a sua

14- O seguro de responsabilidade civil procura cobrir os montantes a pagar pelas sociedades de consultoria para investimento aos seus clientes, a título de indemnização ou de compensação de perdas decorrentes de actos, erros ou omissões cometidos no exercício da sua actividade. O montante estabelecido para a cobertura do seguro de responsabilidade civil decorre da necessidade de harmonização dos montantes de seguro decorrentes das imposições do legislador comunitário, quer para empresas de investimento nas condições das sociedades de consultoria para investimento, quer para os mediadores de seguros. Prevê-se, contudo, e tal como previsto na Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, uma maior flexibilidade face ao imposto aos mediadores de seguros, permitindo-se às sociedades de consultoria para investimento a escolha entre um montante mínimo de capital social inicial, um seguro de responsabilidade civil ou uma combinação de ambos. Não obstante, reconhece-se, a dificuldade em estabelecer uma combinação de capital social inicial e de seguro de responsabilidade civil que assegure um grau de protecção equivalente aos das outras possibilidades. Tal como referido no Relatório final da Comissão Europeia sobre a continuação da adequação dos requisitos em matéria de seguro de responsabilidade civil profissional impostos aos intermediários nos termos do direito comunitário, a proposta inicial da DMIF impunha que as empresas de investimento nas condições das sociedades de consultoria para investimento, dispusessem de um seguro de responsabilidade civil com uma cobertura igual à requerida aos mediadores de seguros, ao abrigo da Directiva relativa à Mediação de Seguros (Directiva 2002/92/CE), sem qualquer outra opção. Atendendo a que tal se poderia traduzir num custo excessivo para as empresas de menor dimensão que prestavam serviços de consultoria para investimento, optou o legislador comunitário por introduzir uma maior flexibilidade ao nível dos requisitos patrimoniais exigidos a tais empresas, permitindo-lhes optar entre um montante mínimo de capital, um seguro de responsabilidade civil que garanta uma cobertura mínima especificada ou uma combinação de ambos. Uma preocupação relacionada com o montante da cobertura do seguro exigido às sociedades de consultoria para investimento prende-se com o custo da mesma. Com efeito, um aumento da procura de seguros de responsabilidade civil pode elevar, atento o montante elevado exigido ao nível da cobertura, o prémio desse seguro, o que poderá constituir, nalguns casos, um obstáculo à entrada no mercado de novas empresas de prestação de serviços de consultoria para investimento. Não obstante as críticas que se possam fazer aos montantes das coberturas dos seguros exigidos ou às combinações possíveis de capital e seguro que garantam um nível de protecção adequado, é de referir que os requisitos em matéria de seguro de responsabilidade civil constituem uma medida de defesa, não só dos investidores, como também das próprias sociedades de consultoria para investimento. De facto, o seguro destina-se a assegurar que os montantes reclamados pelos clientes, a título de compensação de perdas decorrentes de actos, erros ou omissões cometidos no exercício da actividade das sociedades de consultoria para investimento possam estar cobertos. Por outro lado, o seguro pode funcionar como uma protecção das próprias sociedades de consultoria para investimento, uma vez que o mesmo pode financiar pedidos de indemnização consideráveis e imprevistos, podendo cobrir até a responsabilidade jurídica e os custos da defesa das próprias sociedades.

15- De acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 5.º do DL n.º 357-B/2007, considera-se participação qualificada "a) A que, directa ou indirectamente, represente percentagem não inferior a 10% do capital ou dos direitos de voto da sociedade de consultoria para investimento, ou b) A que, por outro motivo, possua uma influência significativa na gestão da sociedade de consultoria para investimento."

actividade noutro Estado Membro da União Europeia, bem como àquelas com sede em Estado Membro da União Europeia que pretendam exercer a sua actividade em Portugal, aplicam-se, com as devidas adaptações, as disposições constantes dos artigos 199.º-D e 199.º-E do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, respectivamente, os quais transpõem para o ordenamento jurídico nacional os artigos 31.º e 32.º da DMIF. Atendendo aos poderes de supervisão destas sociedades, conferidos à CMVM, as notificações, comunicações e demais procedimentos exigíveis deverão assim correr os seus termos junto da CMVM.

**V. AMBIENTE PÓS-DMIF:
DOS CONSULTORES PARA INVESTIMENTO
ÀS SOCIEDADES DE CONSULTORIA
PARA INVESTIMENTO**

Não obstante a transposição do regime comunitário não introduzir grandes alterações no regime anteriormente consagrado para os consultores autónomos, reconhece-se a concorrência entre a figura dos consultores para investimento e a das sociedades de consultoria para investimento. Do mesmo modo, reconhecem-se as limitações, algumas delas desprovidas de racionalidade económica, do objecto de exercício dos consultores para investimento. No entanto, refira-se que, a este nível, o legislador nacional

apenas procurou, em face da realidade nacional da figura dos consultores autónomos, fazer uso da opção conferida pelo legislador comunitário.

A par da realidade dos consultores para investimento foi reconhecida no ordenamento jurídico nacional outra figura – a das sociedades de consultoria para investimento – qualificada como empresa de investimento sujeita a requisitos patrimoniais menos exigentes, por apenas poderem exercer actividades de consultoria para investimento e de recepção e transmissão de ordens e não poderem deter fundos ou instrumentos financeiros dos seus clientes.

O objecto de actuação das sociedades de consultoria para investimento é mais alargado do que o dos consultores para investimento, na medida em que os últimos apenas podem exercer a actividade sobre valores mobiliários. De qualquer forma, poderá ser questionável o facto de não estar expressamente permitida a emissão de *research* por parte dessas entidades, quando é reconhecido que tal poderia aumentar a qualidade do serviço prestado. As sociedades de consultoria para investimento ao serem qualificadas como empresas de investimento poderão exercer a sua actividade numa base transfronteiriça, quer através do instituto da liberdade de prestação de serviços, quer através do estabelecimento de sucursal, noutro Estado Membro da União Europeia.

