



## Coletânea da Jurisprudência

CONCLUSÕES DO ADVOGADO-GERAL  
MANUEL CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA  
apresentadas em 8 de fevereiro de 2017<sup>1</sup>

**Processo C-678/15**

**Mohammad Zadeh Khorassani**  
**contra**  
**Kathrin Pflanz**

[pedido de decisão prejudicial apresentado pelo Bundesgerichtshof (Tribunal Federal, Alemanha)]

«Proteção dos consumidores — Mercados de instrumentos financeiros — Conceito de ‘serviços e atividades de investimento’ — Serviço de ‘recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros’ — Eventual inclusão da intermediação na celebração de um contrato de gestão de carteiras»

1. O Bundesgerichtshof (Tribunal Federal, Alemanha) pede ao Tribunal de Justiça que se pronuncie relativamente a uma das modalidades de prestação de serviços financeiros reguladas pela Diretiva 2004/39/CE<sup>2</sup>. Concretamente, pretende saber se a atuação de uma pessoa singular que tenha intermediado na celebração de um contrato de gestão de carteira (celebrado entre um terceiro e algumas sociedades de investimento com sede no Liechtenstein) pode enquadrar-se nos serviços aos quais é aplicável a referida diretiva.

2. O processo é relevante, por um lado, do ponto de vista geral da proteção do investidor. A assimetria da informação entre os utilizadores destes serviços e as empresas que os prestam, a crescente complexidade dos produtos oferecidos e a falta de cultura financeira de vastos segmentos da população, conjuntamente com outros fatores, levam a que os particulares possam ser incentivados a tomar decisões erradas (e gravemente prejudiciais para os seus interesses) em matéria de poupança, investimentos ou endividamento. Para conter estes fenómenos, a que não terão sido alheias algumas das crises recentes, os poderes legislativos aprovaram, apesar da liberalização dos mercados e do seu elevado grau de concorrência global, regulamentações que defendem a posição do consumidor, procurando atingir o equilíbrio<sup>3</sup> entre os seus interesses e os dos operadores do mercado. É precisamente a este modelo de intervenção que responde a Diretiva MiFID I.

1 — Língua original: espanhol.

2 — Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho (JO 2004, L 145, p. 1). Normalmente conhecida como «Diretiva MiFID I».

3 — No fundo da questão confrontam-se concepções divergentes sobre a posição jurídica dos utilizadores de serviços financeiros. Para uns, uma proteção excessiva equivaleria praticamente a equipará-los, na prática, com as pessoas incapazes para prestar o seu consentimento. Para outros, pelo contrário, por se tratar de operações complexas que implicam a assunção de riscos (característica das decisões financeiras), as obrigações de informação prévia não parecem ser suficientes, tendo-se optado por complementá-las com condições rigorosas e garantias *ex ante*.

3. Por outro lado, sob uma perspetiva mais focada no regime jurídico específico dessa diretiva, questiona-se o enquadramento jurídico de determinadas situações de intermediação como a que está na origem do processo principal. Estão sujeitas à Diretiva MiFID I, o que resultaria numa maior proteção dos investidores ou, pelo contrário, estão fora do seu âmbito de aplicação? A controvérsia centra-se, em particular, em analisar se por serviços financeiros devem ser entendidos apenas os daquelas empresas de investimento que recebem e executam ordens dos investidores relativas a instrumentos financeiros *específicos*. Grande parte da discussão centrou-se no referido adjetivo.

## I – Quadro jurídico

### A – A. Direito da União

1. Diretiva 2004/39

4. Nos termos do considerando 2:

«[...] é indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a União, no quadro de um mercado único, com base na supervisão do país de origem. [...]»

5. No considerando 20 pode ler-se:

«Para os efeitos da presente diretiva, a atividade de receção e de transmissão de ordens deverá incluir também a colocação em contacto de dois ou mais investidores, proporcionando assim uma transação entre esses investidores.»

6. Segundo o artigo 1.º, n.º 1:

«A presente diretiva aplica-se às empresas de investimento e aos mercados regulamentados.»

7. O artigo 3.º, n.º 1, dispõe:

«1. Os Estados-Membros podem decidir não aplicar a presente diretiva às pessoas, de que sejam o Estado-Membro de origem, que:

- não estão autorizadas a deter fundos ou valores mobiliários de clientes e que, por essa razão, não estão autorizadas em qualquer momento a ficarem em débito com os seus clientes, e,
- não estão autorizadas a prestar qualquer serviço de investimento com exceção da receção e transmissão de ordens em valores mobiliários e unidades de participação em organismos de investimento coletivo e a prestação de serviços de consultoria para investimento relacionados com esses instrumentos financeiros, e
- no decurso da prestação desse serviço, apenas estão autorizadas a transmitir ordens a:
  - i) empresas de investimento autorizadas nos termos da presente diretiva,

[...]»

8. O artigo 4.º, n.º 1, consagra as seguintes definições:

«1) ‘Empresa de investimento’: qualquer pessoa coletiva cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividades de investimento a título profissional.

[...]

2) ‘Serviços e atividades de investimento’: qualquer dos serviços e atividades enumerados na Secção A do Anexo I e que incida sobre qualquer dos instrumentos enumerados na Secção C do Anexo I

[...]

4) ‘Consultoria para investimento’: 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 transações respeitantes a instrumentos financeiros.

5) ‘Execução de ordens em nome de clientes’: atuação com vista à celebração de contratos de compra ou venda de um ou mais instrumentos financeiros em nome de clientes.

[...]

9) ‘Gestão de carteiras’: a gestão de carteiras com base num mandato dado pelo cliente numa base individual e discricionária sempre que essas carteiras incluam um ou mais instrumentos financeiros.

[...]»

9. No Anexo I, Secção A, são referidos como serviços e atividades de investimento:

«(1) Receção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros.

(2) Execução de ordens por conta de clientes.

(3) Negociação por conta própria.

(4) Gestão de carteiras.

(5) Consultoria para investimento.»

2. Diretiva 2006/73/CE<sup>4</sup>

10. Nos termos do considerando 81:

«A consultoria genérica acerca de um tipo de instrumento financeiro não constitui consultoria para investimento para efeitos da Diretiva 2004/39/CE, dado que a presente diretiva especifica que, para efeitos da Diretiva 2004/39/CE, a consultoria para investimento se restringe à consultoria sobre instrumentos financeiros específicos. No entanto, se uma empresa de investimento prestar consultoria genérica a um cliente acerca de um tipo de instrumento financeiro que apresente como adequado para

4 — Diretiva da Comissão, de 10 de agosto de 2006, que aplica a Diretiva 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 atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva (JO 2006, L 241, p. 26)

ele ou que se baseie numa ponderação das circunstâncias do mesmo e se essa consultoria não for efetivamente adequada para o cliente em causa ou não se basear numa ponderação das suas circunstâncias específicas, consoante o caso em apreço, a empresa é suscetível de estar a atuar em infração do n.º 1 ou do n.º 2 do artigo 19.º da Diretiva 2004/39/CE. Em especial, uma empresa que preste essa consultoria a um cliente estará provavelmente a infringir o requisito previsto no n.º 1 do artigo 19.º no sentido de atuar de forma honesta, equitativa e profissional e em função do interesse dos seus clientes. De modo análogo, essa consultoria constituirá provavelmente uma infração do requisito previsto no n.º 2 do artigo 19.º, que determina que todas as informações enviadas pelas empresas de investimento aos seus clientes devem ser corretas e claras e não induzir em erro.»

11. O artigo 52.º dispõe:

«Para efeitos da definição de ‘consultoria para investimento’ prevista no n.º 1, ponto 4, do artigo 4.º, da Diretiva 2004/39/CE, entende-se por aconselhamento personalizado uma recomendação feita a uma pessoa na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial ou na sua qualidade de agente de investidor efetivo ou potencial.

Essa recomendação deve ser apresentada como sendo adequada para essa pessoa ou basear-se na ponderação das circunstâncias relativas a essa pessoa, devendo constituir uma recomendação feita com vista à tomada de um dos seguintes conjuntos de medidas:

- a) Comprar, vender, subscrever, trocar, resgatar, deter ou tomar firme um instrumento financeiro específico;
- b) Exercer ou não qualquer direito conferido por um instrumento financeiro específico no sentido de comprar, vender, subscrever, trocar ou resgatar um instrumento financeiro.

Uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público.»

B – *Direito alemão*

12. As disposições nacionais aplicáveis ao litígio estão consagradas na Lei relativa às instituições de crédito (Kreditwesengesetz, a seguir «KWG») <sup>5</sup>.

13. O artigo 1.º dispõe:

«1a. [...] Constituem serviços financeiros:

- 1) a intermediação de negócios sobre a aquisição e a alienação de instrumentos financeiros (intermediação para investimento);
  - 1a) A prestação de aconselhamento personalizado a clientes, ou seus representantes, relativamente a transações respeitantes a instrumentos financeiros específicos, na medida em que esse aconselhamento se baseie no exame das características pessoais do investidor ou lhe seja apresentado como pessoalmente adaptado e não seja exclusivamente divulgado através de canais de difusão de informação ou destinado ao público (consultoria para investimento);

[...]»

5 — Lei de 9 de setembro de 1998 (BGB1. 1998 I, p. 2776), alterada pela Lei de 16 de julho de 2007 (BGB1. 2007 I, p. 1330).

14. O § 32, n.º 1, estabelece:

«1. Quem pretender efetuar operações bancárias ou prestar serviços financeiros no território nacional, a título profissional, ou em dimensões que exigem uma organização empresarial de natureza comercial, tem de obter uma autorização escrita da Bundesanstalt [für Finanzdienstleistungsaufsicht] (Autoridade Federal de Controlo dos Serviços Financeiros)) [...]»

15. O § 823, n.º 2, do Código Civil alemão (Bürgerliches Gesetzbuch, a seguir «BGB») dispõe:

«Fica sujeito à mesma obrigação [de indemnizar pelos danos causados] quem violar disposição legal destinada a proteger interesses alheios.»

## II – Processo principal e questão prejudicial

16. Em novembro de 2007, M. Z. Khorasani entrou em contacto com K. Pflanz, que, ao que parece, lhe aconselhou o investimento «Grand-Slam». K. Pflanz não tinha autorização da Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Autoridade Federal de Supervisão Financeira, Alemanha, a seguir «BaFin») para prestar serviços financeiros em conformidade com o § 32, n.º 1, da KWG.

17. Em 19 de novembro de 2007, K. Pflanz aconselhou M. Z. Khorasani a celebrar um contrato de serviços com a sociedade G.S.S. AG, e um contrato de gestão de carteiras com a sociedade D. AG, ambas sediadas no Liechtenstein.

18. M. Z. Khorasani celebrou os referidos contratos, comprometendo-se a efetuar um pagamento inicial, no montante de 20 000 euros, e ao pagamento de prestações mensais consecutivas de 1 000 euros cada, ambos acrescidos de 5% de juros a título de prémio de emissão. Em dezembro de 2007, já tinha pagado um total de 27 000 euros, dos quais lhe foram descontados 19 731,60 euros a título de comissão antecipada de gestão e 1 285,71 euros a título de prémio de emissão.

19. M. Z. Khorasani denunciou os contratos e pediu a devolução dos montantes pagos e uma indemnização, quer às duas empresas do Liechtenstein quer a K. Pflanz. O Landgericht Berlin (Tribunal Regional Civil e Penal de Berlim, Alemanha) julgou inadmissível a ação intentada contra as duas empresas, por falta de competência internacional, e julgou improcedente a ação intentada contra K. Pflanz.

20. Após obter a devolução do montante de 6 803,03 euros, MZ. Khorasani considerou a sua pretensão satisfeita quanto a esse montante, mas interpôs no Kammergericht (Tribunal Regional Superior de Berlim, Alemanha), recurso contra K. Pflanz, mantendo a sua pretensão (pagamento no montante de 20 196,97 euros acrescido de juros e declaração de extinção do contrato).

21. O Kammergericht (Tribunal Superior Regional Civil e Penal de Berlim) negou provimento ao recurso. Em sua opinião, MZ. Khorasani não tinha direito a uma indemnização ao abrigo do § 823, n.º 2, do BGB, conjugado com o § 32, n.º 1, da KWG, uma vez que K. Pflanz não lhe tinha prestado nenhum serviço financeiro sujeito a autorização nos termos do artigo 1.º, n.º 1a, da KWG.

22. O tribunal de recurso considerou que tinha havido, não só consultoria para investimento, mas também uma intermediação para investimento (na aceção das disposições nacionais referidas), uma vez que, após o aconselhamento, K. Pflanz deu a assinar a M. Z. Khorasani os documentos correspondentes<sup>6</sup>. No entanto, nenhuma das atividades se reportava a uma transação (específica) de

6 — O despacho de reenvio não é muito explícito na descrição desta parte dos factos.

aquisição e alienação de instrumentos financeiros. Para o tribunal de recurso é relevante que o que foi facultado a M. Z. Khorasani tenha sido um contrato de gestão de carteiras que se destinava, por sua vez, à aquisição, alienação e à gestão de instrumentos financeiros concretos, mas que não constituía, em si mesmo, um instrumento financeiro.

23. M. Z. Khorasani recorreu desta decisão para o Bundesgerichtshof (Tribunal Federal). No seu despacho de remessa, este tribunal entende que o tribunal de recurso concluiu acertadamente que K. Pflanz não tinha prestado a M. Z. Khorasani nenhum serviço de consultoria para investimento, nos termos do § 1, n.º 1a, da KWG. Por este motivo, acrescentou, não havia violação alguma do § 32, n.º 1, da KWG.

24. Na opinião do Bundesgerichtshof (Tribunal Federal), não é prestado um serviço de consultoria para investimento quando é aconselhada uma gestão de carteiras<sup>7</sup> sem fazer referência a instrumentos financeiros específicos. K. Pflanz não prestava uma atividade de consultoria, uma vez que os contratos que aconselhava tinham por objeto a gestão de carteiras financeiras, não tendo sido provado que, para além disso, tenha recomendado investimentos específicos de capital.

25. Pelo contrário, a conduta de K. Pflanz que consistiu em aconselhar M. Z. Khorasani a celebrar um contrato de gestão de carteiras suscita dúvidas ao tribunal de reenvio. Para o Bundesgerichtshof (Tribunal Federal), a solução do litígio depende de que a intermediação em contratos de gestão de carteiras esteja abrangida pelo artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, primeira frase, conjugado com o Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I, cujo conteúdo foi acolhido pelas disposições alemãs.

26. Segundo a lei alemã<sup>8</sup>, a intermediação para investimento é a que se verifica em transações de aquisição e alienação de instrumentos financeiros, o que exige uma atividade que tenha como objetivo que o cliente conclua um negócio.

27. O Bundesgerichtshof (Tribunal Federal) acolhe as conclusões do tribunal de recurso, segundo as quais K. Pflanz prestou intermediação no contrato de gestão de carteira celebrado entre o demandante e a D. AG. Assim, importa determinar se esse contrato constitui, em si mesmo, um «negócio [...] sobre a aquisição e a alienação de instrumentos financeiros» na aceção do § 1, n.º 1a, segunda frase, ponto 1, da KWG.

28. O tribunal de reenvio afirma que ainda não se pronunciou sobre esta questão e que, na Alemanha, a BaFin considera que um contrato de gestão de carteiras constitui uma transação de aquisição e alienação de instrumentos financeiros, porque implica a realização destas transações em representação do investidor<sup>9</sup>. Pelo contrário, a opinião predominante na doutrina relativa ao § 1, n.º 1a, segunda frase, ponto 1a, da KWG e ao § 2, n.º 3, primeira frase, ponto 4, da Lei relativa ao comércio de valores mobiliários (Wertpapierhandelsgesetz, a seguir «WpHG») é que a intermediação para investimento não pode incidir apenas sobre etapas intermediárias, mas tem de abranger uma transação cujo objeto sejam instrumentos financeiros específicos, pelo que, a intermediação para a gestão de carteiras não está incluída nessa categoria.

7 — Invoca, neste sentido, o § 1, n.º 1a, segunda frase, ponto 3, da KWG e o artigo 4.º, n.º 1, ponto 9, da Diretiva 2004/39.

8 — § 4, n.º 1a, segunda frase, ponto 1a, da KWG.

9 — Acrescenta que esta interpretação já foi confirmada por dois tribunais administrativos em decisões cautelares proferidas em primeira instância, que se basearam no teor literal da lei («Geschäfte über», «negócios sobre»), do qual não se pode inferir que apenas esteja abrangida a intermediação de negócios jurídicos mediante os quais tem lugar a aquisição legal direta do instrumento financeiro.

29. Perante a dúvida de saber se deve ser feita uma interpretação restrita ou uma interpretação lata do § 4, n.º 1, ponto 2, primeira frase, conjugado com o Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I, o Bundesgerichtshof (Tribunal Federal) considerou ser necessário submeter ao Tribunal de Justiça a seguinte questão prejudicial:

«A receção e transmissão de uma ordem relativa à gestão de carteiras (artigo 4.º, n.º 1, ponto 9, da Diretiva 2004/39) constituem um serviço de investimento na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, primeira frase, conjugado com n.º 1 da Secção A do Anexo I da Diretiva 2004/39?»

30. Nenhuma das duas partes do processo principal submeteu observações escritas durante o processo prejudicial, nem compareceu na audiência realizada em 16 de novembro de 2016, na qual apresentaram alegações orais os Governos do Reino Unido e da República Federal da Alemanha, assim como a Comissão.

### III – Análise da questão prejudicial

31. O Bundesgerichtshof (Tribunal Federal) delimitou corretamente a sua questão prejudicial, após afastar a possibilidade de que a intervenção de K. Pflanz<sup>10</sup>, ao sugerir a M. Z. Khorassani a celebração de um contrato de gestão de carteira com as sociedades de investimento do Liechtenstein, possa ser qualificada como «consultoria para investimento», na aceção do Anexo I, Secção A, n.º 5, da Diretiva MiFID I. Na opinião do tribunal *a quo*, por não constituir aconselhamento personalizado sobre instrumentos financeiros específicos, não se podia classificar como um serviço desse tipo.

32. O Tribunal de Justiça tem, assim, de circunscrever a sua resposta à jurisdição de reenvio, limitando-se à interpretação do conceito de «serviço de investimento», em conformidade com a Diretiva MiFID I, não lhe sendo pedido que se pronuncie sobre o conceito de consultoria para investimento.

33. Definir o debate nestes termos tem, na minha opinião, alguma relevância. Se, em resultado dos acontecimentos posteriores, a escolha das sociedades gestoras de carteiras sugeridas<sup>11</sup> por K. Pflanz se revelasse inadequada, o seu comportamento ao prestar esse aconselhamento será, para mim, mais importante do que a posterior, e decorrente, celebração do contrato «sugerido», que M. Z. Khorasani subscreveu. Seria paradoxal excluir a exigência da autorização administrativa (e, segundo a tese do órgão de reenvio, a consequente responsabilidade) para a conduta de maior gravidade, ou seja, para o conselho de confiar parte do património a duas empresas determinadas para que procedam à gestão do mesmo e, simultaneamente, exigir a autorização (e dar origem, na falta desta, à decorrente responsabilidade) pelo facto, quase instrumental, de ter enviado esse contrato às sociedades gestoras de carteiras.

34. Trata-se, portanto, de determinar se uma conduta como a de K. Pflanz pressupõe um serviço de investimento sujeito às regras da Diretiva MiFID I, nomeadamente, um serviço de «receção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros».

10 — Não se esclarece no despacho de reenvio se K. Pflanz agia a título profissional ou meramente pessoal, nem se o fazia de forma ocasional ou regular. Como foi reconhecido na audiência pelo Governo da Alemanha, a Diretiva 2004/39, tal como foi transposta para o direito nacional, é aplicável apenas, nesse país, às pessoas singulares quando prestam os seus serviços profissionalmente.

11 — Segundo o referido pelo Governo alemão na audiência, K. Pflanz agia como «embaixadora», propondo a M. Z. Khorasani o contrato de gestão de carteiras, que este subscrevia e que K. Pflanz remetia, posteriormente, à sociedade gestora. Considerava, assim, que o problema suscitado neste processo decorria mais do aconselhamento para contratar (comportamento que qualificava como ilícito) do que da transmissão do contrato já assinado.

35. Os argumentos constantes do despacho de reenvio e das observações, escritas e orais, demonstram que há duas interpretações possíveis daquele conceito. Os Governos da Alemanha, do Reino Unido e de Portugal defendem a mais ampla ou extensiva, enquanto a Comissão e o Governo polaco defendem a mais estrita ou restritiva. Afirmo desde já que me inclino para esta última, ou seja, para dar uma resposta negativa à pergunta do Bundesgerichtshof (Tribunal Federal).

36. Segundo jurisprudência assente do Tribunal de Justiça, para interpretar uma disposição do direito da União, há que ter em conta os seus termos, o seu contexto e os objetivos prosseguidos pela regulamentação de que faz parte<sup>12</sup>. Aplicarei, assim, os referidos critérios hermenêuticos (o literal, o sistemático e o teleológico) à disposição controvertida.

37. Começarei pela interpretação literal. Nos termos do artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, primeira frase, da Diretiva MiFID I, constituem serviços e atividades de investimento «qualquer dos serviços e atividades enumerados na Secção A do Anexo I e que incida sobre qualquer dos instrumentos enumerados na Secção C do Anexo I». Entre esses serviços consta a «recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros»<sup>13</sup>.

38. A versão alemã<sup>14</sup> deste artigo parece ter um teor mais restritivo do que outras, como a espanhola, a francesa, a inglesa, a italiana ou a portuguesa<sup>15</sup>. Por isso, o Governo alemão sublinha que a expressão «relativas a um ou mais instrumentos financeiros» (ou as suas correspondentes na maioria das versões linguísticas) poderia não exigir uma relação *direta* entre o contrato de gestão de carteira e os instrumentos financeiros específicos. Segundo esta perspetiva, bastaria uma intermediação financeira *indireta* para que a atividade fosse abrangida pela disposição: assim sucederia na conduta que visa a celebração de um contrato de gestão de carteira, que se qualificaria, conseqüentemente, como serviço financeiro abrangido pela Diretiva MiFID I cuja prestação exige a devida autorização administrativa.

39. Embora a argumentação seja sugestiva, não me convence. Tal como a Comissão, entendo que o elemento essencial para a interpretação do Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I é a palavra «ordens», que é repetida de forma invariável nas diferentes versões linguísticas («ordres», «orders», «Auftrag», «ordini», «ordens»). A disposição refere-se a serviços financeiros que consistam na «recepção e transmissão de ordens» e estas, na minha opinião, referem-se a transações relativas a instrumentos financeiros concretos ou específicos.

40. É difícil, na minha opinião, receber e transmitir uma «ordem» se esta não for relativa à realização de transações financeiras específicas, uma vez que esse termo implica, na terminologia habitual utilizada nestes mercados, a ideia de concretização. Embora a diretiva não utilize neste número do Anexo a formulação escolhida pelo legislador alemão no artigo 1.º da KWG («negócios sobre a aquisição e a alienação»), entendo que o conceito de «ordens» é indissociável dos instrumentos financeiros específicos relativamente aos quais é emitida uma «ordem» de aquisição, uma alienação ou outra transação análoga. O encorajamento para dirigir um investimento para determinados tipos de ativos financeiros constituiria mais uma recomendação ou um conselho, mas não uma «ordem» suscetível de «recepção e transmissão».

12 — Acórdãos de 16 de julho de 2015, Lanigan (C-237/15 PPU, EU:C:2015:474, n.º 35); e de 8 de novembro de 2016, Ognyanov (C-554/14, EU:C:2016:835, n.º 31).

13 — Anexo I, Secção A, n.º 1.

14 —

«Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben»

15 — Nos termos da versão espanhola, «recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros»; nos termos da francesa, «réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers»; nos termos da inglesa, «reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments»; nos termos da italiana, «ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari»; nos termos da portuguesa, «recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros».

41. Esta interpretação é reforçada pelo facto de que a «[e]xecução de ordens por conta de clientes», modalidade de serviço financeiro consagrada no Anexo I, Secção A, n.º 2, da Diretiva MiFID I, se encontra definida no artigo 4.º, n.º 1, ponto 5, da referida diretiva como «atuação com vista à celebração de contratos de compra ou venda de *um ou mais* instrumentos financeiros em nome de clientes»<sup>16</sup>.

42. Existe uma estreita relação entre o serviço de «recepção e transmissão de ordens» e o de «execução de ordens por conta de clientes». Se a empresa prestadora de ambos os serviços tem a infraestrutura e os meios adequados para tal, a recepção e a transmissão da ordem relativa a um produto específico (*um ou mais*) está forçosamente ligada à sua execução. Para esses casos, não teria sido necessário distinguir os dois tipos de serviços financeiros, mas a Diretiva MiFID I consagrou esta distinção porque há empresas de serviços financeiros que, não tendo capacidade para executar as ordens que recebem, têm de as transmitir a outras empresas aptas para o fazer. Nestes casos, a «recepção e [a] transmissão» distinguem-se da «execução», mas as ordens permanecem invariáveis.

43. Ora, tanto a recepção e a transmissão de ordens como a sua execução têm de se referir a instrumentos financeiros específicos: não é possível executar, neste tipo de mercados, ordens genéricas, nem faria sentido recebê-las e transmiti-las quando a sua posterior execução não fosse exequível. Na Diretiva MiFID I, as ordens não podem ser equiparadas às ordens genéricas, nem ser nelas incluída a atividade que vise a celebração de um contrato de gestão de carteira, que não implique nenhuma ordem exequível relativamente a nenhum instrumento financeiro específico.

44. Contrariamente ao que afirma o Reino Unido, não creio que esta interpretação seja posta em causa pelo considerando 20 da Diretiva MiFID I<sup>17</sup>. Na minha opinião, a colocação em contacto de dois ou mais investidores, como exemplo de recepção e transmissão de ordens, tem de ter por objeto, para ser abrangida pelos serviços financeiros correspondentes, uma transação concreta entre eles, relativa a «um ou mais» instrumentos deste tipo.

45. Na minha opinião, chega-se à mesma conclusão se se tiver em consideração a ligação sistemática da disposição com outras disposições mais ou menos próximos.

46. Para fundamentar a interpretação extensiva do Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I, os Governos do Reino Unido e da Alemanha invocam a regulação diferente dos serviços de consultoria para investimento, por um lado, e de recepção e transmissão de ordens relativas a instrumentos financeiros, por outro:

- Segundo o considerando 81 e o artigo 52.º da Diretiva 2006/73, a consultoria genérica acerca de um tipo de instrumento financeiro não constitui consultoria para investimento, para efeitos da Diretiva MiFID I, uma vez que este conceito se restringe ao que dispõe sobre instrumentos financeiros específicos.
- Pelo contrário, a Diretiva MiFID I e a Diretiva 2006/73 não consagram uma limitação semelhante para os serviços de recepção e transmissão de ordens.

47. Assim, segundo os Governos alemão e britânico, teria que se concluir, que as ordens não têm necessariamente de ser relativas a instrumentos financeiros específicos. Consequentemente, seria afastada a interpretação restritiva do Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I, uma vez que, se o legislador tivesse desejado introduzir essa limitação, tê-lo-ia feito.

16 — O sublinhado é meu.

17 — Recordo que, nos termos deste considerando, «[p]ara os efeitos da presente diretiva, a atividade de recepção e de transmissão de ordens deverá incluir também a colocação em contacto de dois ou mais investidores, proporcionando assim uma transação entre esses investidores».

48. Este argumento *a contrario* também não me convence. As referências do considerando 81 e do artigo 52.º da Diretiva 2006/73 a instrumentos financeiros específicos, relativas à consultoria para investimento, explicam-se como forma de evitar que esta inclua os conselhos de caráter geral relativamente a um dado tipo de instrumento financeiro<sup>18</sup>. O objetivo de não submeter (nesta fase da regulamentação)<sup>19</sup> a consultoria genérica às exigências da Diretiva MiFID I explica que tenha sido introduzida, de forma expressa, a referência aos «instrumentos financeiros específicos», para definir os contornos, positivos e negativos, desse conceito.

49. No entanto, não era indispensável proceder a esta mesma especificação para os serviços financeiros de receção e transmissão de ordens, uma vez que já estavam (e estão), por si, ligados às «ordens» de atuação que, por definição, incluem um mandato relativo a instrumentos financeiros específicos. Sublinhar esta ideia na Diretiva 2006/73, relativamente a esses serviços, teria sido redundante.

50. Além disso, como a Comissão acertadamente afirma, uma especificação inserida numa diretiva (neste caso, a Diretiva 2006/73) relativa aos serviços de consultoria para investimento não pode servir de fundamento para interpretar *a contrario* uma disposição da diretiva de base (a Diretiva MiFID I), relativa aos serviços financeiros de receção e transmissão de ordens.

51. Na realidade, poderia afirmar-se que todos os serviços e atividades de investimento previstos no Anexo I, Secção A, da Diretiva 2004/39 dizem respeito a transações relativas a instrumentos financeiros específicos. A consultoria para investimento era o único que podia suscitar dúvidas e, para as dissipar, a diretiva de execução (Diretiva 2006/73) acrescentou, de forma expressa, que a consultoria apenas entraria no seu âmbito de aplicação quando se tratasse de «instrumentos financeiros específicos».

52. Em suma, uma pessoa, quando atua como intermediador entre o cliente e a sociedade de investimento, sugerindo ao primeiro que encarregue a segunda da gestão dos seus ativos, não atua nem opera, em princípio, com nenhum instrumento financeiro específico. Serão as sociedades gestoras da carteira do cliente que, posteriormente, com a sua concordância ou sob mandato seu, determinarão em que instrumentos financeiros se concretizará o investimento.

53. A aplicação dos critérios de interpretação teleológica ou finalista, também me leva a responder negativamente à questão do tribunal de reenvio.

54. Como o Tribunal de Justiça afirmou<sup>20</sup>, como resulta em especial dos considerandos 2, 5 e 44 da Diretiva MiFID I os seus objetivos consistem, em particular, na proteção dos investidores, na preservação da integridade e da eficiência global do sistema financeiro, bem como na transparência das transações.

55. Os Governos alemão, britânico e português invocaram a proteção dos investidores, amplamente prevista na Diretiva 2004/39, para justificar a interpretação extensiva do Anexo I, Secção A, n.º 1, da Diretiva MiFID I. A intermediação para a celebração de um contrato de gestão de carteira seria, segundo essa perspetiva, equivalente à «receção e transmissão de ordens relativas a um ou mais serviços financeiros».

18 — V. acórdão de 30 de maio de 2013, Genil 48 e Comercial Hosteleria de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, n.ºs 51 e 52).

19 — Importa recordar que a consultoria para investimento foi qualificada como um tipo de serviço financeiro, pela primeira vez, na Diretiva MiFID I, uma vez que a Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários (JO 1993, L 141, p. 27), não a previa. Não seria lógico que a Diretiva 93/22 tivesse incluído como serviço financeiro de receção e transmissão de ordens a intermediação para a celebração de um contrato de gestão de carteira e que não se aplicasse aos serviços de consultoria para investimento.

20 — Acórdão de 22 de março de 2012, Nilaş e o. (C-248/11, EU:C:2012:166, n.º 48).

56. Os mesmos Governos afirmam que a interpretação que propõem é a mais coerente com o objetivo de alcançar um elevado nível de proteção dos investidores, uma vez que permitiria submeter estes casos de intermediação financeira indireta à Diretiva MiFID I. Os operadores como a K. Pflanz estariam, assim, obrigados na Alemanha a dispor da autorização administrativa da BaFin, e sujeitos à sua supervisão.

57. É certo que a proteção dos investidores constitui um objetivo essencial da Diretiva MiFID I<sup>21</sup>, refletido nas exigências impostas às empresas de investimento nas suas relações com os utilizadores dos seus serviços: têm de atuar, por força do artigo 19.º, n.ºs 1 e 2, de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos referidos clientes, a quem têm de prestar informações corretas e claras e que não induzam em erro.

58. No entanto, a aplicação das disposições de proteção dos investidores não pode produzir resultados desproporcionados, como seria o caso da extensão dos controlos da Diretiva MiFID I a qualquer operador e a todo o tipo de serviços financeiros<sup>22</sup>. Um objetivo válido, como é, sem dúvida, o que fundamenta a tese dos Governos que procuram ampliar o âmbito de aplicação da referida diretiva para proteger os investidores perante condutas como as do processo principal, não pode traduzir-se numa interpretação do direito em vigor que deturpe o seu sentido.

59. A Diretiva MiFID I consagra determinados limites, dentro dos quais é aplicável o objetivo da proteção do investidor, sem os exceder. Por um lado, o seu artigo 4.º, n.º 1, ponto 1, abrange apenas na definição de empresa de investimento as pessoas coletivas dedicadas a prestar de forma habitual e profissional serviços financeiros a terceiros, embora autorize os Estados-Membros a incluir, na referida definição, pessoas singulares, sob determinadas condições.

60. Por outro lado, o artigo 3.º, n.º 1, da Diretiva MiFID I permite também aos Estados-Membros regulamentar através de disposições nacionais e excluir do seu âmbito de aplicação a atividade das pessoas não autorizadas a deter fundos ou valores mobiliários de clientes e que só possam receber ou transmitir ordens em valores mobiliários e unidades de participação em organismos de investimento coletivo, quando essas pessoas estejam autorizadas a transmitir as referidas ordens para a sua execução por empresas de investimento.

61. Trago à colação estas duas disposições para sublinhar que a proteção do utilizador do serviço financeiro, enquanto parte mais «fraca» da equação, não legitima que se prescindam das exigências inerentes à interpretação correta das normas, máxime se estas permitem outras formas de salvaguarda dos direitos e interesses do investidor, como se verifica neste caso.

62. Neste sentido, para atingir o equilíbrio patrimonial a que M. Z. Khorasani aspira ao pretender que lhe seja devolvido o seu investimento, não é necessário «distorcer» o conceito de «recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros», de forma a incluir condutas anteriores (neste processo, a de intermediação para a celebração de um contrato de gestão de carteira) alheias aos termos em que será posteriormente concretizada a gestão efetiva do património.

21 — É oportuno sublinhar que esta diretiva não realiza a harmonização completa a prestação de serviços financeiros e que se limita a realizar uma harmonização parcial, tal como se depreende do seu considerando 2, nos termos do qual «convém que o enquadramento jurídico da União englobe a gama completa de atividades orientadas para o investidor. Para o efeito, é indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a União, no quadro de um mercado único, com base na supervisão do país de origem».

22 — Neste sentido, o acórdão de 3 de dezembro de 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794 [n.º 76]), concluiu que não constituem um serviço ou uma atividade de investimento na aceção do artigo 4.º n.º 1, ponto 2, da Diretiva 2004/39 determinadas operações cambiais, efetuadas por uma instituição de crédito por força das cláusulas de um contrato de empréstimo expresso em divisa, que consistem em fixar o montante do empréstimo segundo a taxa de câmbio de compra da divisa aplicável no momento da disponibilização dos fundos e em determinar os montantes das mensalidades com base na taxa de câmbio de venda dessa divisa aplicável no momento do cálculo de cada mensalidade.

63. Ora, a proteção do investidor está suficientemente garantida pela Diretiva MiFID I, uma vez que a empresa gestora de carteira, que propõe ao investidor a execução de ordens (agora sim) relativas a instrumentos financeiros específicos, assume as responsabilidades inerentes à sua posição jurídica.

64. No caso de M. Z. Khorassani (que, para além disso, não podia ignorar o facto de que investia através de entidades financeiras não sediadas na Alemanha), pode agir judicialmente contra as sociedades do Liechtenstein com base nas cláusulas que o seu contrato de gestão de carteira contenha, perante o foro competente. Se este fosse o Liechtenstein, a sua proteção jurídica como cliente estaria garantida, uma vez que a Diretiva MiFID I é aplicável no Espaço Económico Europeu, do qual o Liechtenstein faz parte, não sendo considerado país terceiro para efeitos da referida diretiva<sup>23</sup>.

65. Dispondo o cliente da possibilidade de agir judicialmente contra a empresa gestora da carteira, não vejo a necessidade de alargar o regime da Diretiva MiFID I a quem tenha apenas intermediado na celebração do contrato de gestão de carteiras. O objetivo de garantir a proteção dos interesses do investidor, quando já estão devidamente salvaguardados por outras disposições da referida diretiva, não exige, insisto, uma interpretação juridicamente muito forçada das disposições objeto de controvérsia.

66. Por último, quero acrescentar uma observação, na linha das observações do Governo polaco. Com as informações constantes do despacho de reenvio não é possível determinar se K. Pflanz era ou não uma agente vinculada às duas empresas de investimento do Liechtenstein, situação que compete às jurisdições nacionais esclarecer<sup>24</sup>.

67. Se fosse uma agente vinculada, seria necessário tomar em consideração o artigo 23.º da Diretiva MiFID I, que impõe um conjunto de obrigações e controlos às empresas financeiras que nomeiam agentes vinculados «para efeitos da promoção dos serviços da empresa de investimento, da angariação de serviços ou da receção de ordens de clientes ou clientes potenciais e sua transmissão, da colocação de instrumentos financeiros e da prestação de aconselhamento no que diz respeito aos instrumentos ou serviços financeiros oferecidos por essa empresa de investimento».

68. Em tal hipótese, uma vez que a intermediação para a celebração de um contrato de gestão de carteira seria mais uma das atividades que um agente vinculado pode desempenhar em nome da empresa que o nomeia, teria também de respeitar as normas de conduta para a prestação de serviços estabelecidas no artigo 19.º da Diretiva MiFID I. Em particular, o seu n.º 1 prevê a obrigação de que os agentes vinculados «atuem de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes, respeitando nomeadamente os princípios enunciados nos n.ºs 2 a 8». Compete ao juiz de reenvio, repito (ou, se for o caso, às instâncias inferiores) determinar se estas disposições são aplicáveis no processo principal e retirar as consequências jurídicas adequadas.

23 — A Diretiva MiFID II (artigos 39.º a 42.º) e o Regulamento MiFIR (artigos 46.º a 49.º), que substituirão a Diretiva MiFID I a partir de 3 de janeiro de 2018, prevê um sistema de registo de empresas de países terceiros que desejem propor os seus serviços financeiros na União sem necessidade de estabelecer uma sucursal, sempre que o regime de supervisão do seu Estado de origem seja considerado pela Comissão como equivalente ao da UE. Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 (JO 2014, L 173, p. 84) e Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO 2014, L 173, p. 349).

24 — Questionado sobre este ponto na audiência, o Governo alemão afirmou não dispor de informações complementares sobre os factos.

#### IV – Conclusão

69. Atendendo às considerações precedentes, proponho ao Tribunal de Justiça que responda à questão prejudicial submetida pelo Bundesgerichtshof (Tribunal Federal, Alemanha) nos seguintes termos:

«A intermediação na celebração de um contrato de gestão de carteiras, em circunstâncias como as do processo principal, não constitui um serviço de investimento na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, primeira frase, conjugado com o n.º 1 da Secção A do Anexo I da Diretiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.»