



Universidade Católica Portuguesa

**TRANSPOSIÇÃO DA DMIF I
NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Gabriela Baptista Regado

*Dissertação de Mestrado em
Direito das Empresas e dos Negócios
Sob orientação da Prof.^a Doutora Daniela Farto Baptista*

Faculdade de Direito | Escola do Porto
2017

*“Somos o resultado
dos livros que lemos, das
viagens que fazemos e das
pessoas que amamos”.*
Airton Ortiz

Resumo

A transposição da Diretiva Relativa aos Mercados Financeiros teve importância a nível do ordenamento jurídico português, no sentido de uma melhoria no sistema financeiro. Desde o reforço da proteção do investidor passando pelos deveres de informação, novas qualificações de investidores e novas formas de negociação de mercado.

Inevitável tornou-se a regulação a nível da transparência dos mercados como de uma melhoria nas sanções relativas aos crimes contra o mercado, consequência lógica da implementação de uma nova diretiva, capaz de responder ao tipo de mercado financeiro que se faz sentir.

Contudo, a evolução da tecnologia e o aumento do número de investidores traz a necessidade de reformulação das normas transpostas. A nova Diretiva surgiu para adaptar o mercado financeiro à atualidade.

Palavra-chave: DMIF; proteção do investidor; qualificações de investidor; formas de negociação de mercado; transparência dos mercados.

Abstract

The transposition of the Financial Markets Relative Directive was of great importance in what comes to the Portuguese legal order, aiming to achieve an improvement of the financial system. It ranges from reinforcement of the investor's protection to information duties, new investor's qualifications and new forms of market negotiation.

Concerning market transparency as well as an improvement of sanctions regarding the crimes against it, a regulation became inevitable, which is a logical consequence of the implementation of a new directive capable of responding to the current financial market.

However, the evolution of technology and the increasing number of investors demands a reformulation of the transposed laws. The new Directive appeared to adapt the financial market to modern days.

Keyword: MiFID; investor protection; Investor qualifications; Forms of market trading; Transparency of markets.

Reseña

La transposición de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, en Portugal, conocida coloquialmente como MiFID (procede del acrónimo de la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros, en inglés *Markets in Financial Instruments Directive*) que pretende crear un marco jurídico único armonizado en toda la Unión Europea para los mercados de instrumentos financieros y la prestación de servicios de inversión, tuvo relevancia en el orden jurídico portugués habida cuenta la mejora del sistema financiero: se ha visto reforzada la protección hacia el inversor, se incrementaron los deberes de información, surgieron nuevas categorías de inversores y nuevas formas de negociación.

Por tal motivo se observó una acentuada transparencia de los mercados y una mayor eficacia en las sanciones relativas a los crímenes contra el mercado financiero.

En cualquier caso, ante el número e importancia de los cambios efectuados, por un lado, y la evolución tecnológica y el incremento del número de inversores, por otro, se exige una modificación sustancial y adaptación de la MiFID a nuestro derecho.

Palabra clave: MiFID; protección del inversor; Las cualificaciones del inversor; Formas de negociación de mercado; Transparencia de los mercados.

Índice

Introdução	8
1. DMIF	11
1.1. Enquadramento jurídico	11
1.2. Instrumentos financeiros	13
1.3. Intermediação financeira	14
2. Processo de Lamfalussy	19
3. Novas formas de organização da negociação de instrumentos financeiros.	22
3.1. Mercados regulamentados – artigos 199º e 202º a 251º do CVM	23
3.2. Sistemas de Negociação Multilateral – artigos 200º e 202º a 216º do CVM. .	24
3.3. Internalização sistemática – artigos 201º e 252º a 257º do CVM.	25
4. Objetivos	27
4.1. Distinção de investidor qualificado e não qualificado	27
4.2. Dever de informação	30
5. Transparência	35
6. Crimes contra o mercado	38
6.1. Abuso de Informação Privilegiada (Insider trading).....	39
6.2. Manipulação do mercado (market manipulation)	40
7. DMIF II	43
Conclusão.....	48
Anexos	50
Bibliografia	52
Legislação	55
Jurisprudência	56

Abreviaturas

ASTJ – Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça.

BES – Banco Espírito Santo.

CC – Código Civil.

CE – Comissão Europeia.

CESR – Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários.

CMVM - Comissão de Mercados de Valores Mobiliários.

CSC – Código das Sociedades Comerciais.

CVM - Código dos Valores Mobiliários.

DAM – Diretiva sobre o Abuso do Mercado.

DMIF – Diretiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros.

DSI – Diretiva de Serviços de Investimento.

ESMA – European Securities and Markets Authority.

LMV – Ley del Mercado de Valores.

MiFID – Market in Financial Instruments Directive.

MTF – Multilateral Trading Facility.

OTF – Organised Trading Facilities.

PE – Parlamento Europeu.

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

RMIF – Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

UE – União Europeia.

Introdução

A implementação da nova Diretiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) trouxe para o ordenamento jurídico português uma importância a nível da proteção dos investidores financeiros como uma supervisão na atividade dos intermediários financeiros. A DMIF definida como a diretiva comunitária, nº 2004/39/CE¹, veio revogar a diretiva nº 1993/22/CE do Conselho, de 10 de maio de 1993, estando em vigor no ordenamento jurídico português desde o dia 1 de novembro de 2007, com a publicação do Decreto-lei nº 325-A/2007 de 31 de outubro.

A DMIF tornou-se uma meta importante não só pela sua complexidade na proteção de todo um sistema financeiro como pelo facto de ter proporcionado a concorrência dos mercados regulamentados, o sistema de negociação multilateral e de internalização sistemática² alargando a sua atuação ao sistema bancário e segurador.

Toda a legislação comunitária que se dedica à intermediação financeira tem como objetivo central a proteção do investidor financeiro bem como a qualidade e eficiência do mercado. É de prever que, desde 2007, o início da crise global financeira³ conduziu à debilidade dos mercados financeiros. Dessa forma tornou-se necessário um reforço da proteção de quem se arriscava a investir nos produtos financeiros. Com a verificação de uma grave ineficiência e uma falha da supervisão, o surgimento de novos produtos financeiros originou uma alavancagem das instituições financeiras, uma maior integração dos mercados financeiros e uma livre circulação dos capitais⁴. Mas, não só: segundo Manuel Campos Sánchez- Bordona, “a assimetria da informação entre os utilizadores destes serviços e as empresas que o prestam, a crescente complexidade dos produtos oferecidos e a falta de cultura financeira de vastos segmentos da população”,

¹ A elaboração da nova diretiva foi inspirada nas diretivas de abuso de mercado, prospectos, OPA's e transparência.

² O mercado regulamentado estava previsto na DSI, distinguindo-se os valores mobiliários da bolsa. Com a DMIF novas formas de negociação surgiram, como o sistema de negociação multilateral e a internalização sistemática.

Nas palavras de António Pereira de Almeida (2013), a DMIF “veio alterar substancialmente o sistema e a organização dos mercados financeiros, numa perspetiva liberal, eliminando o conceito clássico de bolsa, como espaço físico, e criando novas formas organizadas”.

³ Conhecida como a “crise económica e financeira mundial”, teve como consequência a falência de dezenas de bancos, por todo o mundo, pondo em risco os investimentos até a data efetuados; cfr. Acórdão do tribunal da relação do Porto, processo 2050/11.2TBVFR.P1 de 21 de março de 2013.

⁴ Tal abertura de fronteiras, provocou uma debilidade na supervisão, uma vez que os mecanismos utilizados não conseguiam fazer face a globalização financeira- “Integração plurinacional dos mercados financeiros e a globalização financeira em geral não ter sido acompanhada da criação de mecanismos de regulação e de supervisão ao nível plurinacional ou transnacional dos mercados” - Vital Moreira, (www.fd.uc.pt/cedipre/cursos/rp/licoes_inaugurais/CEDIPRE_LicinauguralX_DoutorVitalMoreira.pdf)

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

levou os intermediários financeiros a incentivar os investidores a medidas erradas quanto a matérias de poupança e investimento⁵.

A transposição da DMIF não teve proporções só ao nível do sistema financeiro português, mas na grande maioria dos sistemas financeiros da união europeia, como por exemplo o sistema financeiro espanhol, onde a “Ley 47/2007 de 19 de noviembre, por la modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV)⁶. Certo é que, inicialmente, no sistema jurídico espanhol a LMV se centrava nos mercados primários e secundários de valores negociáveis, com as sucessivas reformas implementou-se certos instrumentos financeiros⁷, originando novas formas de negociação. Tal como no ordenamento jurídico português, com a MiFID⁸, acrescentou-se o título XI, sobre outros sistemas de negociação, como o sistema multilateral de negociação e a internalização sistemática.

O reforço da supervisão levou a que a atividade dos intermediários financeiros⁹ sofresse algumas alterações, nomeadamente um aumento da informação disponibilizada ao cliente, a necessidade de agirem de acordo com elevados padrões de diligência, boa-fé, lealdade e transparência¹⁰. Todo este conjunto de modificações na esfera dos intermediários financeiros trouxe um alargamento de deveres e obrigações, essenciais para o cumprimento da regulação existente. Como preceitos de defesa dos clientes, baseados numa prestação de informação, correta e clara¹¹.

Certo é que a implementação de novas formas de organização de negociação de instrumentos financeiros fez com que o legislador considerasse necessário uma

⁵ V. Processo C-678/15, Bundesgerichtshof (Tribunal Federal, Alemanha), (<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30d546ffc4be03ca4e8b82059370272187ff.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxyKc3r0?text=&docid=187647&pageIndex=0&doclang=PT&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=952578>).

⁶ Cfr. Pág. 15 Ruíz & Bachs (2008)

(<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171>).

⁷ Cfr. Pág. 16 Ruíz & Bachs (2008)

(<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171>), “los mercados primários de emisión y oferta pública de suscripción o venta de valores negociables y los mercados secundários de valores u organizados de negociación de ciertos instrumentos financieros”.

⁸ Abreviatura segundo as siglas em inglês “Market in Financial Instruments Directive”.

⁹ Segundo Fernando Nunes (2000), pág. 94: “intermediários financeiros são instituições que têm por objeto, exclusivo ou não, o exercício, a título profissional, no mercado de valores mobiliários, de uma ou mais atividades de intermediação em valores mobiliários, como tal tipificadas na lei, mediante o controlo prévio das autoridades competentes”.

¹⁰ Como também, o facto de atuarem por conta alheia, agindo em nome e no interesse do cliente, irá repercutir-se na esfera jurídica do intermediário financeiro as consequências sejam positivas ou negativas, de todas as operações que efetuar relativamente aquele investimento. Cfr. Acórdão do TRP, de 5 de março de 2015, processo nº 205/13.4TVPR.T.P1.

¹¹ Cfr. pág. 41, Jorge Morais (2008). “Sobre os intermediários financeiros recai o dever geral de agir em defesa dos interesses dos clientes, de forma honesta, equitativa e profissional”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

reformulação dos objetivos, como a modificação do sistema sancionatório reconhecendo novas formas de crimes contra o mercado¹². Contudo, a transposição da DMIF trouxe um alargamento dos mercados financeiros muito superior ao que se esperava, o que no futuro levará a reformulação da diretiva após dez anos da sua elaboração. Torna-se necessário demonstrar, essencialmente, que nem tudo o que se espera da nova diretiva se conseguiu alcançar. Com o passar dos anos todo o mercado financeiro tinha de acompanhar a evolução do sistema financeiro, necessitando, por isso, de novos objetivos para um bom alcance das negociações, que nunca chegaram a ser cumpridas pelos intermediários financeiros. Como, por exemplo, o facto de a maioria das queixas dos investidores financeiros perante a CMVM é da má eficiência dos intermediários financeiros quanto à prestação de informação. Considerando que poderá trazer prejuízos significativos para o investidor como para o próprio mercado.

¹² Crimes esses de abuso de informação privilegiada e de manipulação do mercado.

1. DMIF

1.1. Enquadramento jurídico

Desde de 1995 que o sistema financeiro, num todo, era regulado pela Diretiva dos Serviços de Investimento (DSI). As empresas de investimento tinham uma liberdade acrescida para o estabelecimento das prestações de serviços que realizavam. Todavia, num espaço de 9 anos, o mercado financeiro ganhou adeptos, havendo um aumento significativo do número de investidores, já em 2004.

O surgimento de novos investidores no sistema financeiro levou ao reforço da proteção destes, permitindo às empresas de investimentos prestarem serviços em toda a comunidade¹³. Deste modo, em 2007, uma nova diretiva denominada “Diretiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros” (DMIF)¹⁴, revogou quase na totalidade a última diretiva. Implementou novos direitos e deveres aos intermediários financeiros e aos próprios investidores, abrangeu todas as empresas que prestassem regularmente serviços de investimentos ou exerciam atividades de investimento a título profissional. A DMIF foi transporta para a ordem jurídica interna de acordo com o processo de Lamfalussy¹⁵, processo concebido para transposição de textos legislativos da União Europeia, para cada Estado-Membro.

No ordenamento jurídico português é de verificar que a transposição da DMIF foi alvo de um processo de consulta pública pela Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) e pelo Banco de Portugal¹⁶. Tal transposição levou a uma alteração significativa do Código dos Valores Mobiliários (CVM)¹⁷, acrescentando o título VI (Intermediação), compreendendo os artigos 289º a 351º. A regulamentação de

¹³ Paragrafo 2 da DMIF.

¹⁴ Maria Azevedo (2007), pág.33, vem considerar que segundo a DMIF “passou a ser indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores em elevado nível de proteção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a Comunidade, no quadro de um mercado único europeu, com base na supervisão do país de origem”.

Tal diretiva teve importância no sentido de fixação das “condições de autorização e exercício de atividade pelas empresas de investimento, mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral (MTF)”- pág. 1, Consulta Pública nº 13/2006 da CMVM.

¹⁵ Processo a ser desenvolvido no ponto 2 deste texto; ver anexo 1.

¹⁶ Consulta pública, nº 13/2006 e nº 2/2006, processo esse conduzido pelo CESR.

¹⁷ Tal alteração, foi proposta a partir de uma forma de anteprojeto de Decreto-Lei Preambular, em que se proponha alterar o CVM, aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro, o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de dezembro e o Regime das Sociedades Corretoras e das Sociedades Financeiras de Corretagem aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/2001 de 28 de setembro.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

tais artigos refere-se “à intermediação financeira, aos requisitos organizacionais, ao regime dos agentes vinculados, às normas de conduta e deveres de informação e à categorização de investidores”.¹⁸

Note-se que um dos grandes focos na nova Diretiva era a redução de custos, por parte dos investidores, flexibilizando as regras de negociação, nomeadamente quanto à proteção destes e a transparência da informação a ser dada pelo intermediário financeiro.

No ordenamento jurídico Espanhol, o objetivo da MiFID era proteger os investidores, assim como fomentar a igualdade, a transparência, a integridade e a eficácia dos mercados financeiros¹⁹.

Importante é perceber até que ponto a DMIF veio modificar a regulação dos nossos intermediários financeiros, desde a implementação de novas formas de negociação ao reforço das sanções quanto aos crimes contra o mercado. Como já é sabido, a legislação europeia trouxe um aumento dos mercados financeiros fortalecendo os deveres de informação, de organização e registo. Demonstrou interesse e preocupação na salvaguarda dos bens dos clientes, trouxe uma nova classificação para o cliente, previu a existência de um passaporte europeu e simplificou a supervisão dos mercados financeiros. Tudo isto veio dar uma nova forma ao CVM, em que os objetivos por si só acabam por estar interligados. Vejamos que a fragilidade dos mercados, à data de 2004, levou a uma reforma capaz de dar resposta a evolução do mercado e ao aumento repentino dos investidores. Desta forma, concluiu-se que o aumento dos mercados regulamentares seria a solução para explicar a procura de investimentos, não sendo suficiente o aumento destes mas a previsão de novos mercados. Em consequência da formação de novos mercados, como do aumento do número de instrumentos financeiro, a necessidade de reforço do dever de informação tornou-se inevitável. Neste seguimento, pressentiu-se que a proteção do investidor era o objetivo principal, e a melhor solução a dar seria uma melhor qualificação tendo em conta os critérios de cada investidor dada pelo intermediário financeiro. Com a classificação do investidor sabe-se o tipo de informação a dar, se a necessidade de salvaguarda dos seus interesses, dos seus bens e qual o investimento adequado. Segundo Paulo Câmara, “os deveres gerais sobre intermediação conheceram um desenvolvimento exponencial (...) em função da

¹⁸ V. Consulta Pública nº 13/2006 da CMVM, pág.3

¹⁹ Cfr. Pág. 182, Gloria Aler e Sara Campiña (2008).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

diversidade de tipos de instrumentos financeiros e da concorrência entre diversas estruturas de negociação, os investidores não qualificados intervêm cada vez mais apoiados em intermediários”²⁰.

Consequentemente, o aumento dos instrumentos financeiros e a previsão de novos mercados veio demonstrar que a existência de conflitos de interesses entre os investidores e intermediários financeiros era inevitável. Assim, a DAM agravou a sanção a aplicar aos intermediários financeiros, tendo em conta o uso abusivo de informação privilegiada, como a manipulação do mercado.

Obrigatório foi a criação do chamado “passaporte europeu”, essencial numa União Europeia livre de fronteiras, conduzindo a “uma maior flexibilidade do processo inerente à atividade transfronteiriça (...), desenvolvida em regime de livre prestação de serviços ou mediante o estabelecimento de sucursal”²¹, não fazia sentido limitar os mercados financeiros dentro de cada Estado-Membro. Tal objetivo trouxe o aumento da supervisão das autoridades competentes²², em que estas devem agir de acordo com o seu Estado-Membro.

No ordenamento jurídico português, tal autoridade é efetuada pela Comissão dos Mercados dos Valores Mobiliários (CMVM). Pelo disposto no artigo 56º da DMIF, as autoridades competentes dos diferentes Estados-Membros devem cooperar entre si sempre que necessário, tendo em conta os poderes delegados pela própria DMIF.

1.2. Instrumentos financeiros

Importa, desde logo, perceber a ausência de uma definição concreta²³ de instrumentos financeiros, de acordo com o artigo 2º do CVM a qualificação de instrumento financeiro tanto pode ser complexa como não complexa, tendo em conta o elenco do próprio artigo. Sabe-se que a transposição da DMIF trouxe um elenco novo de instrumentos financeiros, considerado por esta essenciais, uma vez que no seu preâmbulo definiu como conveniente “incluir na lista de instrumentos financeiros

²⁰ V. Paulo câmara (2011), pág. 346,

²¹ V. Pág. 36, Sofia Borges e Catarina Oliveira (2008).

²² “A autoridade de supervisão do Estado Membro de acolhimento é responsável neste casos pela supervisão dos deveres de manutenção de registos e dos deveres gerais de conduta, das normas relativas à política de execução nas condições mais vantajosas para o cliente”. Pág. 36, Sofia Borges e Catarina Oliveira (2008).

²³ Paulo Câmara (2011), pág. 88, define instrumento financeiro como uma categoria jurídica em que inclui valores mobiliários de um lado e instrumentos do mercado derivado e monetário do outro lado, não deixando de considerar a dificuldade existente de um definição segura de si.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

certos instrumentos derivados sobre mercadorias e outros que sejam constituídos e negociados de tal forma que suscitem problemas regulamentares comparáveis aos ocasionados pelos instrumentos financeiros tradicionais”, todo o novo elenco presente no anexo I secção C da DMIF foi transposto para a ordem jurídica portuguesa, uma vez que não só se verificou um aumento de investidores como um aumento dos serviços de investimentos incluindo na área bancária como nos seguros.

Com a regulação de uma diretiva e de um CVM, é essencial saber se as definições são coincidentes. A definição de instrumentos financeiros não traz novidade em relação a DSI, uma vez que os valores mobiliários continuam como o instrumento financeiro principal no mercado financeiro. Mas salientemos que a DMIF trouxe novidades, acrescentando novos instrumentos financeiros, considerados bastante inovatórios face aos já existentes²⁴. Relativamente ao CVM, constata-se a não existência de uma definição mas um elenco taxativo de instrumentos financeiros que estão regulados pela lei, vindo alterar o seu artigo 252º, tratando-se de instrumentos derivados, para que a sua enumeração coincidissem com a DMIF. Em análise constata-se que a DMIF faz um elenco taxativo de todos os instrumentos financeiros de acordo com o anexo I, enquanto o CVM limita-se a reconhecer a sua existência²⁵.

Todo o elenco de instrumentos financeiros, compreendido em cada mercado regulamentado, deverá ser apresentado às autoridades competentes²⁶. Nos termos do artigo 56º da DMIF, “as autoridades competentes de diferentes Estados-Membros devem cooperar entre si sempre que necessário, (...) devendo proceder à troca de informações e cooperar em atividades de investigação ou de supervisão”.

1.3. Intermediação financeira

Ao nível da intermediação financeira²⁷, a DMIF trouxe novidades, alargando certos domínios, e aumentando a atividade de intermediação financeira. De acordo com o artigo 289º do CVM prevê-se um acréscimo dos serviços considerados como

²⁴ Cfr. Pág. 97, Renato Gonçalves (2004).

²⁵ Cfr. Pág. 102, Renato Gonçalves (2004), afirma que “O CVM não impõe quaisquer limites à qualificação destes instrumentos como instrumentos financeiros, limitando-se, a reconhecer a possibilidade de tais instrumentos existirem”.

²⁶ Presente também no artigo 25º nº1 da DMIF; e artigo 11º do Regulamento nº 1287 da Comissão de 10 de agosto de 2006.

²⁷ Segundo, José Engrácia Antunes (2009), pág. 281, os contratos de intermediação financeira são “negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de atividades de intermediação financeira”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

intermediários financeiros²⁸, sem prejuízo dos agentes vinculados, regulados no artigo 294º A e seguintes do CVM.

Quanto aos intermediários financeiros, o artigo 304º do CVM elenca os princípios pelos quais estes têm de orientar a sua atividade. Tais princípios requerem a proteção de dois interesses, nomeadamente o interesse objetivo do funcionamento regular do mercado à luz das qualidades que a lei lhe associa e os interesses dos investidores²⁹. Podemos afirmar que o surgimento dos interesses na esfera do investidor e do intermediário financeiro deveu-se ao aumento do número de instrumentos financeiros e à formação de novos mercados financeiros. Sendo necessário a proteção dos clientes, estabelecendo um dever de lealdade, tendo a empresa de investimento atuado de acordo com critérios honestos e profissionais na proteção dos legítimos interesses³⁰, estando previsto no artigo 309º do CVM o dever de elaboração de medidas organizacionais e administrativas de modo a evitar conflitos de interesses que por algum motivo poderão prejudicar os interesses dos clientes. O essencial encontra-se presente no nº 3 do artigo 304º do CVM, em que o intermediário financeiro deverá recolher a informação suficiente sobre o cliente, para que lhe consiga propor o melhor produto ou serviço de acordo com as suas características.

A atividade de intermediação também tem como objetivo essencial “propiciar decisões de investimento informadas prevenindo a lesão dos interesses dos clientes”³¹. Neste sentido o CESR, considerou essencial a presença de um tratamento justo relativo à gestão dos clientes, conseguindo uma execução de ordens sem vícios³².

O mesmo aconteceu no ordenamento jurídico espanhol, com a adaptação dos objetivos exigíveis pela empresa de investimento, a fim de garantir os requisitos de organização presentes na MiFID³³.

²⁸ Cfr. Artigo 289º do CVM – anotado (2015) pág. 428 – “O intermediário financeiro é uma peça essencial na negociação e organização dos mercados financeiros. Por conseguinte os seus serviços e atividades de intermediação são amplamente regulados e supervisionados pela CMVM e pelo Banco de Portugal”.

²⁹ Cfr. Artigo 304º do CVM, anotado (2015) pág. 452.

³⁰ Tendo em conta o parecer do CESR (2005) pág. 42. (<http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf>).

³¹ Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra, processo 377/12.5 TVPRT.C2 de 15 de dezembro de 2016. Cfr., Pág. 366 Paulo Câmara (2011).

³² V. Pág. 43, parecer CESR (2005). (<http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf>).

³³ Cfr. “la reforma está relacionado con la adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que presten servicios de inversión para garantizar que su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan”, pág. 7, Luis Agudo e Isabel Sanjuán (2010).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Para melhor aplicação das obrigações dos intermediários financeiros, o artigo 304º A do CVM regula a responsabilidade civil destes, quando se verifica a violação dos deveres relativamente ao exercício da sua atividade, sendo que a responsabilidade só poderá ser afastada se o intermediário financeiro provar a falta de culpa³⁴. No Acórdão do STJ, de 17 de março de 2016, decide com base na responsabilidade contratual de um Banco perante o seu cliente. No caso em análise, o Banco, como intermediário financeiro, propõe uma aplicação financeira com o capital garantido. O investidor deu a sua aprovação estando o Banco responsável pelas obrigações assumidas na negociação. Importante aqui é a questão da aplicação da responsabilidade civil à instituição financeira. Antes da transposição da DMIF a responsabilidade civil do intermediário financeiro estava prevista no artigo 314º do CVM, em que se previa a verificação dos pressupostos da responsabilidade contratual pelos artigos 798º e 799º do CC, responsabilidade essa que, segundo o ASTJ, se encontra entre a responsabilidade contratual e a responsabilidade extracontratual. A falta de informação ao beneficiário responsabiliza o intermediário financeiro, tendo este de provar que procedeu corretamente a todos os deveres de informação³⁵. A partir de 2008, com o aumento da atividade bancária, foi necessário reformular os critérios de aplicação da responsabilidade regulada hoje no artigo 304º A do CVM. Estando perante um relação contratual entre um Banco e um investidor não profissional, o primeiro fica sujeito a “qualidades específicas que o habilitam a fornecer tais informações e que induzem o destinatário a criar fé”, ficando estes sujeitos à responsabilidade presente no artigo 485º do CC. Mas, uma vez que não se trata somente de uma relação contratual, mas sim de uma relação baseada na confiança e na veracidade que um cliente deposita numa instituição bancária, é necessário demonstrar que o investimento que se efetua é com base na confiança.

Importa salientar, ainda, a obrigação na esfera jurídica dos intermediários financeiros, tendo em conta os serviços a prestar, a existência de um conjunto de obrigações pré-contratuais, nomeadamente para a avaliação da adequação do cliente

³⁴ Cfr; Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, processo 2050/11.2TBVFR.P1 de 21 de março de 2013; Também pelo acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, processo 555/12.7TVPRT.L1-7 de 15 de setembro de 2015, “Entre o mediador financeiro e o cliente estabelece-se um vínculo que o responsabiliza nomeadamente pelo rigor das informações que presta aos clientes”.

³⁵ Pág. 53 CMVM (2005) – *Intermediário financeiro* – “se trate de clientes do intermediário financeiro, ou da violação de deveres de informação: basta ao investidor demonstrar um prejuízo patrimonial que se deva a uma atuação de um intermediário financeiro contrária a normas legais ou regulamentares, para que o intermediário financeiro, se não conseguir provar que agiu sem culpa, seja obrigado a indemnizá-lo”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

naquele investimento como na classificação deste para o cumprimento do dever de informação³⁶. Não só o CVM se dedica a regular a relação do intermediário financeiro e o cliente, mas também o RGICSF nos seus artigos 73º e seguintes. Sendo as instituições de crédito consideradas intermediários financeiros (artigo 293º nº1 alínea a) do CVM), estas devem possuir níveis de competência técnica elevado, assegurar condições de qualidade e eficiência, e os seus administradores e empregados estão obrigados a proceder com diligência e neutralidade, lealdade e respeito pelos interesses que são confiados³⁷.

Certo é que a DMIF trouxe um novo regime quanto à execução de ordens por parte dos intermediários financeiros: a necessidade de demonstrar que executou as ordens de um investidor de acordo com o pedido deste último, a obrigação de divulgação do método de execução de ordens e a obrigação de informar sempre que se verificar a possibilidade de negociação fora do mercado regulamentado.

Importa mencionar o prazo de propositura da ação de responsabilidade contra os intermediários financeiros. Trata-se de uma responsabilidade civil pelo conteúdo da informação, segundo o artigo 215º do CVM, aplica-se por remissão do artigo 243º do mesmo diploma, fixando o prazo de seis meses após o conhecimento da deficiência, cessando após dois anos da divulgação do prospeto. É também necessário ter em conta o tipo de informação em causa, sendo a informação divulgada pelo prospeto. No entanto, sabe-se que não é a única forma de divulgação da informação, uma vez que se poderia aplicar o disposto no artigo 7º do CVM. Tendo em conta as regras gerais em relação a prestação de informação, presentes nos artigos 244º e seguintes do CVM, a aplicação do artigo 7º do CVM não está em causa. Segundo o ASTJ de 5 de abril de 2016, “o artigo 7º aplica-se muito para além da *fattispecie* do artigo 244º do CVM”. Essencial é saber qual artigo aplicar, uma vez que a responsabilidade de cada um será regulada de forma diferente, atendendo que “a tutela de informação de qualidade ser um mecanismo essencial à defesa da racionalidade e confiança do investidor e indispensável ao funcionamento do próprio mercado e ao facto de a aplicação da alternativa do regime de responsabilidade civil previsto no Código Civil”³⁸. Neste caso, sempre que haja violação dos deveres de informação, aplica-se o disposto no artigo 7º

³⁶ Cfr. Anotação, artigo 312º do CVM – anotado (2015) pág. 498.

³⁷ V. Artigos 73º e 74º do RGICSF.

³⁸ ASTJ, de 5 de abril de 2016.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

do CVM, independentemente da regulação pelos artigos 244º do CVM, não aplicando os prazos por este implementado, mas pelo prazo do Código Civil.

Por outro lado, é importante que cada intermediário financeiro mantenha o património dos clientes separado do seu próprio património, para que em caso de falência, estes consigam garantir o valor utilizado pelos clientes. Não podem utilizar os instrumentos financeiros dos clientes no seu próprio interesse ou de terceiros, sem autorização do próprio cliente³⁹.

³⁹ V. Pág. 16, CMVM (Outubro 2012) – *Recomendações aos investidores*.

2. Processo de Lamfalussy

O processo de Lamfalussy é o processo através do qual a diretiva 2004/39/CE foi transporta para o ordenamento jurídico português⁴⁰, sendo esta uma das primeiras diretivas de acordo com este. Lançado em 2001, “constitui uma nova abordagem ao desenvolvimento e adoção de legislação europeia em matéria de serviços financeiros”⁴¹. Com o alargamento da comunidade europeia, a Comissão Europeia (CE) sentiu necessidade de elaborar um processo que fosse suficientemente eficaz para construir um mercado único de serviços financeiros, satisfazendo a exigência de transparência e de segurança jurídica⁴².

Tal processo teve por base um Comité de Sábios sobre a Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários⁴³, considerando um procedimento a quatro níveis, como resposta a uma forma rápida e flexível dos acontecimentos. Uma série de princípios gerais são aplicados, nomeadamente com base em medidas de execução, cooperação e vigilância do cumprimento. Desenvolvido com apoio dos seguintes objetivos: “acelerar a forma de decisão em matéria de criação de legislação comunitária e a sua transposição para a legislação nacional, resolver o problema criado pela existência de um elevado número de entidades reguladoras na UE, que dificultava a convergência das práticas de supervisão e das normas regulamentares”⁴⁴. Não implementou só tais objetivos, mas alargou a aplicação dos sectores financeiros: bancário e segurador.

Este processo baseia-se em quatro níveis. Sendo o primeiro nível, na sua maioria, constituído por diretivas e regulamentos, sujeitos a consulta pública e a um processo de codecisão por parte do Parlamento Europeu (PE) e do Conselho da União Europeia. Já o segundo nível caracteriza-se pela sua vertente mais técnica, com a colaboração de

⁴⁰ E não só, uma vez que, a MiFID “es una Directiva enmarcada dentro del Procedimiento Lamfalussy, lo que supone que la normativa no se agota em los Niveles I y II, siendo muy importantes las medidas de Nivel III”, pág. 182 Gloria Aler e Sara Campiña (2008).

⁴¹ Angelina Castro (2008), (www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/bmep/2008-1/Art-06-O-Processo-de-Lamfalussy.pdf).

⁴² Cfr. Pág. 31, Maria Azevedo (2007). “Com a crescente complexidade das matérias reguladas pelo direito comunitário, do qual tende a tornar mais célere o processo legislativo comunitário”.

⁴³ Cfr. Pág. 203, em que Paulo Mendes (2008) afirma que esse Comité “pretendia facilitar o processo legislativo comunitário no tocante à tomada de medidas de política legislativa para o setor financeiro”.

⁴⁴ Objetivos retirados do texto de Angelina Castro (2008), (www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/bmep/2008-1/Art-06-O-Processo-de-Lamfalussy.pdf).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

autoridades de regulação nacionais, da CE e um dos comités⁴⁵, tendo por base a matéria em causa. E não só: este nível pressupõe a adoção de regulamentos baseados no nível 1, aconselhados pelo CESR⁴⁶. Já no terceiro nível verifica-se as recomendações interpretativas e as orientações para a harmonização de standards⁴⁷, devendo ter em conta práticas para uma posterior implementação e aplicação. Por fim, o nível quatro do processo de Lamfalussy caracteriza-se pela verificação dos reforços comunitários, por parte da CE, dos Estado-Membros e das autoridades nacionais de supervisão financeira, sancionando os eventuais atrasos na transposição e aplicação.

Deste modo, e tendo em conta que tal processo se iniciou com a implementação da diretiva no ordenamento jurídico português, implementando medidas de nível 2, nomeadamente a implementação de princípios no que diz respeito a matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento, constante na diretiva 2006/73/CE, como também a aplicação do regulamento CE n° 1287/2006, quanto às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados e à admissão à negociação dos instrumentos financeiros⁴⁸.

Sabemos que os mercados financeiros têm sofrido alterações importantes, como a integração europeia crescente, o tratamento dos produtos financeiros como pan-europeus e o processo de fusões e de aquisições com natureza transnacional. Em consequência, o sector financeiro foi amplamente afetado, sendo necessário a adoção de uma abordagem global em matéria de regulamentação e supervisão. Neste sentido, tratando-se da urgência de supervisão europeia, os comités presentes no nível 3 desempenham funções fundamentais, assegurando a aplicação coerente da legislação da UE e o desenvolvimento de princípios, práticas e orientações de supervisão. Assim, o processo de lamfalussy conduziu a alterações significativas capazes de melhoria da regulamentação e supervisão dos mercados financeiros

Tal processo tornou-se eficaz quanto aos seus objetivos, com carácter positivo na sua execução, uma vez que toda a sua aplicação tem sido concretizada de modo eficaz. Tornando o sector financeiro competitivo e dinâmico, traduzindo-se em melhorias dos

⁴⁵ Comités nível 2 – European Securities Committee (ESC), European Banking Committee (EBC) e European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC), composto pelos Ministros das Finanças dos Estados-Membros da União Europeia.

⁴⁶ V. Pág. 214, Niamh Moloney (2008).

⁴⁷ Standards do International Organization of Securities Commission – IOSCO, do Basel Committee on Banking Supervision - BCBS e do Internacional Association of Insurance Supervisors – IAIS.

⁴⁸ V. Consulta Pública n° 13/2006 da CMVM.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

quatro níveis nos diferentes domínios da regulação e da supervisão financeira, como o sector bancário, segurador e de valores mobiliários.

3. Novas formas de organização da negociação de instrumentos financeiros.

Antes da transposição da DMIF, a DSI nos seus trabalhos preparatórios definia o mercado não regulamentado⁴⁹ como a forma de organização de negociação, sem descartar a possibilidade de os Estados-Membros poderem criar mercados alternativos. Não sendo essa a definição aceite por alguns Estados-Membros, a DSI definiu somente os mercados regulamentados, no seu artigo 13º nº1, em que se verificava não só o seu funcionamento regular como o requisito da admissão à cotação de valores e a sujeição às exigências de transparência, obrigando a publicação de informações relativamente às negociações.

O facto de os Estados-Membros terem a possibilidade de criarem um mercado, causava uma desvantagem em relação aos mercados regulamentados, uma vez sujeitos a uma regulação e supervisão mais rigorosa e complexa. De tudo isto resultou críticas em relação à possibilidade de existência de mercados não regulamentados, levando a DSI a regular somente os mercados regulamentados.

Com a nova diretiva⁵⁰ reconhece-se novas formas de negociação, nomeadamente os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática, surgindo uma nova forma de organização dos espaços e modo de negociação destes instrumentos. Nas palavras de António Pereira de Almeida, a DMIF “veio alterar substancialmente o sistema e a organização dos mercados financeiros, numa perspetiva liberal, eliminando o conceito clássico de bolsa, como espaço físico, e criando novas formas organizadas de negociação, concorrendo entre elas, num grande mercado financeiro integrado ao nível europeu”⁵¹. Sendo que, em 2007, com a transposição da diretiva para o ordenamento português, o Decreto-Lei nº351-A/2007, de 31 de outubro, passou a reconhecer a possibilidade de conjugação dos mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral⁵² e internalização sistemáticos, passando o título IV do CMVM (artigos 198º a 257º) a regular a negociação de instrumentos financeiros.

⁴⁹ Conceito que surge em resultado da liberalidade da DSI, quanto à criação alternativa de mercados, por cada Estado-Membro. Como resultado do impulso da autonomia privada, cfr. Pág. 322, Sofia Rodrigues (2008).

⁵⁰ Com a necessidade de um regime regulamentar completo capaz de regular a realizações de transações em instrumentos financeiros, com o objetivo de garantir a qualidade de execução das transações dos investidores e apoiar a integridade e a eficiência de todo o sistema financeiro, parágrafo 5, do preâmbulo da DMIF.

⁵¹ Cfr. Pág. 95, António Pereira de Almeida (2013).

⁵² Multilateral Trading Facilities – MTF.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Toda esta alteração deveu-se à necessidade de formular objetivos capazes de “oferecer aos investidores uma maior qualidade na execução das suas ordens, quer por via da redução dos custos de transação, quer por via da previsão de mecanismos mais exigentes na formação dos preços o que resultará na construção de um regime de maior transparência e concorrência entre os diferentes participantes no processo de formação dos preços”⁵³. Os mercados organizados influenciam os investidores do melhor serviço, pelo baixo custo da intermediação. Desapareceu a regra da concentração, abrindo asas para uma concorrência forte e rigorosa, não deixando de lado o dever de executar nas melhores condições - “*best execution*”.

A implementação dos sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática veio oferecer aos investidores uma qualidade de investimentos acrescida, nomeadamente ao nível da formação e da transparência. Tanto os mercados regulamentados como os sistemas de negociação multilateral, sujeitos a regras rigorosas transparentes e não discriminativas, asseguram o bom funcionamento na admissão à negociação, no acesso à qualidade de membro, ofertas, negociação e execução de ordens⁵⁴.

Hoje pode-se considerar que os sistemas de negociação multilateral são sucedâneos dos mercados não regulamentados. De uma forma invertida apresentam diferenças significativas, nomeadamente são apenas negociações de valores mobiliários e não admissão à negociação, e são mais exigentes quanto aos deveres de transparência⁵⁵.

De verificar que no ordenamento jurídico espanhol as três formas de organização estão presentes, no entanto a LMV define como mercados secundários oficiais os mercados regulamentados⁵⁶.

3.1. Mercados regulamentados – artigos 199º e 202º a 251º do CVM

No mercado financeiro português é permitida a negociação de instrumentos financeiros num mercado regulamentado, estando definido no artigo 199º do CVM⁵⁷,

⁵³ V. Pág. 8, Consulta Pública nº13/2006 da CMVM.

⁵⁴ Cfr. Pág. 96, António Pereira de Almeida (2013).

⁵⁵ Cfr. Pág. 326, Sofia Rodrigues (2008).

⁵⁶ V. Pág. 12, Luis Agudo e Isabel Sanjuán (2010), “la ley se contemplan los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos, quem junto a los tradicionales mercados secundários oficiales de valores, constituyen los distintos sistemas de negociación de instrumentos financeiros reconocidos por la ley”.

⁵⁷ V. Artigo 199º CVM.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

no artigo 4º, nº 14 e 36º a 47º da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho⁵⁸, como um:

“sistema multilateral, operado ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros”⁵⁹,

e definido pela Doutora Sofia Rodrigues, como “mercados sujeitos a estritos deveres para a admissão de valores mobiliários à negociação bem como à prestação de informação ao público relativamente aos valores aí negociados”⁶⁰.

Tal mercado organizado rege-se por dois princípios: o princípio da segurança do mercado e o princípio da defesa do investidor. O primeiro pressupõe a atuação da CMVM como autoridade competente para a supervisão e regulação, com a verificação do cumprimento da divulgação da informação, transparência, preços e prevenção de risco sistémico⁶¹. Quanto ao segundo, prevê a necessidade de um acesso à informação, uma segurança nas transações, fundos de garantias, responsabilidade dos auditores e intermediários financeiros, associações de defesa de investidores e ação popular⁶².

3.2. Sistemas de Negociação Multilateral – artigos 200º e 202º a 216º do CVM.

Os sistemas de negociação multilateral são normalmente designados por Multilateral Trading Facility (MTF) e pode ser definido no artigo 200º nº 1 do CVM como:

⁵⁸ De acordo com o ASTJ de 22 de março de 2012, processo nº C-248/2011, este artigo deve ser interpretado “no sentido de que um mercado de instrumentos financeiros que não cumpra os requisitos do título III da diretiva não se enquadra no conceito de “mercado regulamentado”. Pág. 313 do CVM anotado (2015).

⁵⁹ António Pereira de Almeida (2013), pág. 98 - caracteriza, os mercados regulamentados como um “rigoroso processo de admissão à negociação dos valores mobiliários e uma transparência pré e pós negocial desses valores, assim como completa e atual informação das entidades emitentes”.

⁶⁰ V. Pág. 323, Sofia Rodrigues (2008). Cabimento da figura dos “mercados não regulamentados” no âmbito da DMIF.

⁶¹ Nos termos do artigo 40º da DMIF.

⁶² Cfr. Pág. 99, António Pereira de Almeida (2013).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

“sistemas multilaterais, geridos por intermediários financeiros ou entidade gestora de mercado, permitindo, dentro do próprio sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias, o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros, tendo em vista a sua negociação”⁶³.

Esta forma de organização negocial, bastante próxima do regime jurídico dos mercados regulamentados, que se uniformiza os deveres de informação a prestar pela entidade gestora, estendendo-se os deveres de informação pré e pós negociação. No entanto, para um sistema de negociação multilateral ser admitido basta a seleção da entidade gestora, não ficando os emitentes sujeitos às mesmas regras de informação, quanto aos mercados regulamentados. O que faz aumentar significativamente a concorrência entre ambos os mercados e dentro dos próprios sistemas de negociação multilateral.

3.3. Internalização sistemática – artigos 201º e 252º a 257º do CVM.

Os internalizadores sistemáticos como nova forma de organização dos mercados de negociação são aceites pelo ordenamento jurídico português e podem ser considerados:

“intermediários financeiros que, de modo organizado, frequente e sistemático, negoceiam instrumentos financeiros por conta própria, com a sua carteira própria, executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral”⁶⁴.

Para que uma empresa de investimento seja considerada um internalizador sistemático, terá de respeitar as três características essenciais, presentes no artigo 21º do Regulamento (CE) nº 1287/2006, da Comissão de 10 de agosto, como desenvolver

⁶³ Citação; Página 29, Sofia Borges e Catarina Oliveira (2008).

Em análise ao artigo 200º, prevê tal como nos mercados regulamentados, um conjunto não discricionário de regras livremente estabelecidas pela entidade gestora, sendo supervisionados pela CMVM, artigo 200º do CVM – anotado (2015) pág. 314.

⁶⁴ Cfr. Artigo 201º do CVM. Também António Pereira de Almeida (2013), pág. 96 - define como “uma atividade por conta própria do intermediário financeiro, com certa dimensão, através do cruzamento de ordens de clientes, sujeita a regras de transparência para proteção dos investidores.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

uma atividade de modo organizado, frequente e sistemático. Importante também é a verificação de outros critérios, como a necessidade de a atividade ter um papel comercial relevante para a empresa e ser realizada de acordo com regras não discricionárias, atividade é realizada por si ou por sistema técnico automatizado e atividade está à disposição dos clientes a partir de uma base regular e contínua.

De acordo com o CESR, considera-se que no artigo 27º da DMIF trata um internalizador sistemático, tendo em conta as ações ou outros instrumentos financeiros. Também propõe uma série de critérios quantitativos para determinar se a empresa executa as ordens dadas por parte dos clientes, e se são efetuadas de forma organizada, sistemática e principalmente de modo frequente. Caso uma empresa não apresente estes critérios é improvável ser um internalizador sistemático.

4. Objetivos

Novos objetivos foram implementados no ordenamento jurídico português desde a transposição da DMIF, no entanto, uns destacaram-se mais que outros, como o dever de informação e a qualificação de investidor financeiro. Tais objetivos foram aprovados através do Decreto-lei nº 375-A/2007 de 31 de outubro de 2007, alterando significativamente o quadro normativo do CVM, incluindo novas normas e novos títulos.

Neste ponto, focaremos essencialmente os objetivos que consideremos mais importantes a nível do ordenamento jurídico português, nomeadamente a necessidade de alteração e reforço do dever de informação, e a nova qualificação dos investidores financeiros, distinguindo investidores qualificados, não qualificados e contrapartes elegíveis, que conduziria a eficácia de informação e maior proteção do investidor. Tal leque de qualificações trouxe para o ordenamento jurídico português alguns conflitos, nomeadamente a nível da jurisprudência.

4.1. Distinção de investidor qualificado e não qualificado

Com a implementação da DMIF foi possível a distinção da qualificação do investidor⁶⁵, uma vez que o intermediário atuava de acordo com o objetivo do cliente tendo em conta a necessidade e o perfil do próprio investidor, estando o intermediário financeiro responsável pela gestão de carteira do seu cliente⁶⁶.

A distinção entre investidor qualificado, não qualificado e contrapartes elegíveis é essencial para compreender o nível de proteção a garantir a cada cliente específico, tal como defende Nuno Casal:

“o grau de conhecimento do investidor é relevante para a sua categorização como cliente profissional e não profissional, para a determinação de informação que lhes deve ser prestada, para escolha dos

⁶⁵ Os critérios de distinção na qualificação dos investidores, estão previstos no Anexo II da DMIF.

⁶⁶ Pág.3 CMVM (2012), “A adequação do instrumento financeiro ao perfil do investidor” – “os intermediários financeiros devem classificar os clientes em função da sua experiência e dos seus conhecimentos sobre o investimento nos mercados de capitais e em função da sua capacidade para avaliar o risco associado ao investimento que pretendam realizar”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

negócios que lhes devem ser propostos e para a determinação da informação que lhes deve ser pedida”⁶⁷.

Um cliente é considerado não qualificado quando não se verifica nenhum dos requisitos do artigo 30º do CVM, sendo assim, todo o cliente que se considere que obtém um nível de conhecimento e experiência bastante seguro, capaz de conhecer os riscos do mercado, será considerado um investidor qualificado⁶⁸. Na verdade, como salienta Nuno Casal, um cliente profissional “dispõe, *inter alia*, dos conhecimentos necessários para tomar as suas decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre”⁶⁹.

Cabe ao intermediário financeiro proceder a essa avaliação⁷⁰, tendo em conta o anexo II, III. da DMIF, em que só será válida uma adequada competência, experiência e conhecimento do cliente, dando garantias razoáveis de que o cliente tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento como compreender os risco que poderá ocorrer.

No entanto, no nosso ordenamento jurídico, de acordo com o artigo 317º do CVM um investidor não qualificado pode optar pelo tratamento de investidor qualificado desde que preencha certos requisitos. Importante percebermos, até que ponto esses critérios são suficientes para que um investidor que à partida não tendo conhecimento na área de investimento terá a capacidade de gerir os riscos que iram ocorrer com a sua conduta. O CVM compreende no seu artigo 317º B critérios capazes de fazer face à incerteza da capacidade do investidor. Quanto ao facto de um possível investidor já ter prestado funções no sector financeiro, durante pelo menos um ano, não quer dizer que esteja capaz de investir como se um investidor qualificado se trata-se.

Um investidor pode escolher se pretende um nível de proteção mais elevado ou não, com a verificação de certos requisitos regulados no artigo 317º B do CVM demonstram uma autonomia ao cliente, ora vejamos: um cliente que já possui uma carteira de valor significativo no mercado financeiro, que demonstre conhecer o mercado de investimento, seguramente, é capaz de tomar as suas próprias decisões de investimento e compreender os riscos que as mesmas envolvem. Contudo, poder-se-á

⁶⁷ V. Pág. 75, Nuno Casal (2016).

⁶⁸ Cfr. Artigo 30º do CVM anotado (2015).

⁶⁹ V. Pág. 76, Nuno Casal (2016).

⁷⁰ Pág. 4 CMVM (2012); “*A adequação do instrumento financeiro ao perfil do investidor*”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

verificar uma “fuga” ao dever de informação dos intermediários, uma vez que um investidor não qualificado pode por opção e cumprindo certos critérios ser considerado um investidor qualificado excluindo a proteção que lhe é dada pelo CVM.

Considerando a posição da jurisprudência relativamente à qualificação de investidor para o cumprimento do dever de informação, o ASTJ de 16 de junho de 2015, vem afirmar que tratando-se de um Banco o dever de informação deste não é absoluto, tendo o relator defendido a posição de Menezes Cordeiro⁷¹, “o dever de informação só ocorre quando o banqueiro o tenha assumido ou quando a boa-fé o exija”. Tal posição põe em causa a definição de instituição de crédito, visto que um Banco é considerado instituição de crédito pelos artigos 2ºA e 4º do RGICSF, e intermediário financeiro pelo disposto no artigo 293º nº1 do CVM, estando desde logo sujeito ao deveres exigidos pelo CVM, em particular o dever de informação previsto no artigo 7º CVM, não descartando os deveres dos artigos 73º a 76º do RGICSF. Pelo contrário, no ASTJ de 5 de maio de 2016, opta pelo entendimento de Pinto Monteiro⁷², uma vez que este considera que o facto de um cliente se considerar um destinatário médio, num caso concreto de instrumentos financeiros, não quer dizer que o mesmo tenha conhecimento e experiência a nível geral, levando a uma solução que poderia prejudicar o investidor principalmente aquele com menos conhecimento e experiência, pelo que se poderá afirmar que a distinção de investidor qualificado e não qualificado por vezes torna-se discriminatória.

Por fim, uma nova figura surgiu com a reforma do CVM, as contrapartes elegíveis⁷³, definidas como entidades com menor nível de proteção, uma vez que prestam serviços de intermediação financeira e efetuam transações. Estas entidades têm ao seu critério o nível de tratamento a que se sujeitam. Neste contexto, a Comissão Europeia solicitou ao CESR um esclarecimento sobre as medidas de execução e procedimentos a utilizar para que o tratamento perante estas seja mais protetor. Estando reguladas no artigo 24º da DMIF, as contrapartes elegíveis não estão sujeitas ao disposto nos artigos 19º, 21º(1) e 22º da DMIF, mas podem optar por a essa regulação, quanto a cada transação como cliente. Sendo certo que de acordo com o artigo 40º da

⁷¹ Fonte; ASTJ de 16 de junho de 2015.

⁷² Fonte; ASTJ de 5 de maio de 2016.

⁷³ Segundo o CESR (2005), pág.47, “An eligible counterparty relationship is typical of trading between investment firms, banks and other entities that are not investment services providers, but are directly active market participants”.
(<http://www.cvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf>).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

DMIF, as contrapartes elegíveis deverão ser consideradas clientes⁷⁴ caso assim o pretendam o nível de proteção terá de ser reforçado.

Esta classificação é prevista também no ordenamento jurídico espanhol. Inicialmente não havia distinção entre os investidores estando todos abrangido de igual modo, obrigados aos mesmos direitos e deveres. Com a transposição da DMIF passou-se a distinguir os investidores como “minoristas, profesionales y contrapartes elegibles”⁷⁵. A sua regulação é idêntica senão igual ao ordenamento jurídico português, uma vez que permite aos clientes profissionais e as contrapartes elegíveis a solicitação de um nível de proteção acrescido, como aos clientes não profissionais a renúncia da proteção. A um cliente minorista os intermediários financeiros terão de cumprir todas as normas de conduta, não sendo tal ordem aplicada aos investidores profissionais e contrapartes elegíveis. Não se encontra diferença entre os dois ordenamentos jurídicos a nível de classificação de investidores.

4.2. Dever de informação

A DMIF trouxe um dever de informação⁷⁶ mais reforçado, com o objetivo de proteção do investidor. A existência de requisitos de informação a prestar aos clientes tendo em conta o seu estatuto profissional e uma maior incidência de informação daqueles clientes considerados não profissionais⁷⁷, foram as grandes alterações a nível da prestação de informação. E não só: segundo Eduardo Paz Ferreira, a exigência de informação alargou a proteção do mercado, e a tutela dos investidores mais fracos.

Com tal reforço, a CMVM pronunciou-se no sentido de alertar os investidores sobre quais as informações que terão de ser prestadas pelo intermediário financeiro, as características e o preço dos instrumentos financeiros, o custo dos serviços prestados pelo intermediário e outras comissões aplicáveis, a rentabilidade e o risco específico de cada tipo de investimento, a adequação dos investimentos, operações ou estratégias de investimento ao seu perfil, as condições de cada contrato celebrado com o intermediário

⁷⁴ Cfr. Página 47 do parecer do CESR (2005).

(<http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf>).

⁷⁵ Cfr. Página 22, Emilio Díaz ruiz y Salvador Ruiz Bachs (2008).

⁷⁶ Cfr. Artigo 7º CVM anotado (2015), há exceções constantes no CVM, nomeadamente no artigo 141º - dispensa de inclusão de matérias no prospeto; artigo 248ºA – diferimento de informação; artigo 250º - dispensa de divulgação de informação.

⁷⁷ V. Página 77, Nuno Casal (2016).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

para a prestação de cada serviço, o modo e a periodicidade da prestação de outras informações que permitam o acompanhamento do investimento realizado⁷⁸.

Os deveres de informação são exclusivamente do intermediário financeiro, convém ao investidor antes de proceder a qualquer investimento certificar-se de que aquele intermediário financeiro está autorizado a prestar tal serviço, encontrando-se em “condições técnicas e tendo recursos humanos qualificados para prestar os serviços com segurança e qualidade”⁷⁹.

Certo é que para além do reforço das medidas já existentes foram previstas novas obrigações para as empresas de investimentos, uma vez que o aumento dos instrumentos financeiros levou à existência de uma grande oferta a nível de investimentos e serviços, regulado no artigo 290º do CVM. Assim importa verificar que o dever de divulgação/ informação, não só compete aos emitentes de instrumentos financeiros, como aos intermediários financeiros, aos próprios investidores e as autoridades competentes de supervisão, de acordo com o artigo 58º da DMIF.

É de concluir a necessidade do intermediário financeiro⁸⁰ prestar todas as informações necessárias ao esclarecimento do investidor, tendo de ser verdadeiras, claras, atuais, objetivas e lícitas⁸¹, segundo os artigos 312º a 312ºG do CVM, como pelo artigo 19º nº2 da DMIF “Todas as informações, enviadas pelas empresas de investimento aos seus clientes ou clientes potenciais devem ser corretas e claras e não induzir em erro”⁸². Neste sentido, a jurisprudência encontra-se dividida na consideração dos elementos necessários para prestar informação serem ou não cumulativos, segundo o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, no processo nº 2243/08.0TFLSB.L1, julga-se como elemento essencial a divulgação da informação de forma clara, não se considerando a necessidade de cumulação com os restantes requisitos⁸³. Vejamos com a preocupação acrescida na proteção do investidor não qualificado, previu-se uma série de critérios que no seu entender seriam suficientes para fazer fase ao disposto. Contudo, segundo o artigo 7º nº1 do CVM há um elenco de características a ter em conta pelo

⁷⁸ V. Página 4, CMVM (Outubro 2012) – *Recomendações aos investidores*.

⁷⁹ V. Página 5, CMVM (Outubro 2012) – *Recomendações aos investidores*.

⁸⁰ Cfr, página 41, Jorge Alves Morais (2008); Pelo disposto no Acórdão da Relação de Lisboa, processo 555/12.7TVPRT.L1-7 de 15 de setembro de 2015, “Da comercialização dos produtos financeiros, se o mediador prestar a informação de que o capital está garantido, a responsabilidade da entidade emitente do produto estende-se ao intermediário financeiro”.

⁸¹ V. Página 33, Sofia Borges e Catarina Oliveira (2008); artigo 7º CVM; V. página 150, Eduardo Ferreira (2001).

⁸² V. artigo 19º nº3 da DMIF.

⁸³ Cfr. Pág. 78 - Artigo 7º do CVM – anotado (2015).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

intermediário financeiro, sendo essenciais para uma boa condução do dever de informação. Tendo em conta a jurisprudência, nada dizendo da sua necessidade de cumulação rege-se pelo entendimento que não há cumulação. Ou seja, não há um requisito fixo, o que poderá prejudicar na análise da existência de violação do dever de informação, uma vez que se essa informação for clara é suficiente para que o intermediário financeiro não seja responsabilizado. E se, for clara, mas incompleta ou falsa? Neste seguimento, consideramos a importância da cumulação destas características, dando mais segurança para o investidor.

Tendo em conta a classificação de cada cliente, deverá ser prestada a informação suficiente sobre o intermediário financeiro, sendo necessário uma boa qualidade visto que, a informação deve ser apresentada de forma a ser entendida pelo destinatário médio, não ocultando elementos, declarações ou avisos importantes, pelo disposto no artigo 312ºA do CVM.

O dever de informação não emerge só das relações entre intermediário financeiro e possível investidor, mas da relação de dever entre os intermediários financeiros e as autoridades competentes, designadamente, de supervisão e regulação da atividade de intermediação, tal obrigação de cooperação das autoridades competentes traduz-se pelo disposto no artigo 56º da DMIF.

De reparar que os deveres de informação de pré negociação⁸⁴ são exigidos pelo artigo 29º da DMIF⁸⁵ e regulados nos artigos 312º a 312ºG do CVM, no entanto, poderão ser dispensados aqueles que operam um “MTF da obrigação de divulgarem as informações com base no modelo de mercado ou no tipo de volume das ordens”⁸⁶. Com o aumento do número de mercados e de formas de organização, a informação dada por estes aos investidores, caracteriza-se pelo tipo de mercado em que se insere, sem descartar o facto de haver informação que deverá ser divulgada independentemente do tipo de mercado em que se negocia, como o preço, a quantidade, o momento e outras informações de acordo com cada operação em concreto⁸⁷.

⁸⁴ Estes deveres “abrangem um vasto conjunto de elementos, respeitantes quer ao intermediário financeiro, e aos serviços por si prestados, eventuais conflitos de interesses, ao conteúdo do contrato, aos instrumentos financeiros, à proteção do património do cliente, à política de execução de ordens e aos custos”- anotação artigo 312º do CVM anotado (2015), pág.498.

⁸⁵ De acordo com o artigo, “devem exigir no mínimo às empresas de investimento e operadores do mercado que operam um MTF que tornem públicos os preços correntes de compra e venda e profundidade das ofertas”.

⁸⁶ Artigo 29º nº2 da DMIF.

⁸⁷ No entanto, tendo em conta negociações no mercado regulamentado é de acrescer o facto de “a entidade gestora deve divulgar ao público, de forma continua durante o horário de negociação, os preços

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

O reforço e a exigência de prestação de informação por parte dos intermediários financeiros surgiu para dar resposta a investimentos efetuados sem que os investidores estivessem ciente das obrigações, e das possíveis consequências, sendo o objetivo principal a redução das queixas dos investidores financeiros perante as autoridades competentes de supervisão, por violação dos deveres de informação por parte dos intermediários financeiros.

Tendo em conta o ordenamento jurídico português, a CMVM, como autoridade de supervisão e regulação verificou que antes da transposição da DMIF, já se verificava a falta de qualidade de informação, sendo que entre 1999 e 2006, a CMVM tramitou dois processos por falta de informação divulgada por um Banco emitente cotado. Neste caso concreto⁸⁸ o banco foi condenado ao pagamento de uma coima de 5.000.000 euros, uma vez que se provou a violação do artigo 7º do CVM, realizando operações das quais não deu a conhecer ao mercado, sendo consequência desse ato o desconhecimento da real situação do banco por parte dos investidores, divulgando “ao mercado informação financeira que não dava uma imagem verdadeira e apropriada da situação económico-financeira da sociedade e dos resultados das operações por estas realizadas porquanto não refletiam as operações e os respetivos prejuízos resultantes dos factos e das operações”⁸⁹.

Nem tudo resultou da implementação da DMIF. Analisando os relatórios disponibilizados pela CMVM, constata-se que o número de queixas em 2008 triplicou fase a 2007, ou seja, de 279 queixas passou para 803, exatamente no ano da implementação das medidas propostas pela DMIF, sabendo que o assunto com mais reclamação, era precisamente a informação prestada pelos intermediários financeiros (32%, da totalidade das queixas)⁹⁰. Contudo, esse aumento não se verificou somente entre 2007 e 2008, mas segundo a CMVM, em 2011, os Bancos eram as instituições financeiras mais reclamadas, uma vez que comercializavam instrumentos financeiros, onde se comprovava “irregularidades no comportamento dos intermediários

de compra e venda de ações e a quantidade das ofertas pendentes relativas a ações. A CMVM, pode dispensar o cumprimento do dever de divulgação em causa, atendendo ao modelo de mercado ou ao tipo e à quantidade das ofertas em causa” – Cit. Pág. 31, Sofia Borges e Catarina Oliveira, (2008).

⁸⁸ V. Pág. 135, caixa 8, CMVM (setembro 2015) – *Contra ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários*.

⁸⁹ V. Página 135, CMVM (setembro 2015) – *Contra ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários*.

⁹⁰ V. Anexo 2, e 3.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

financeiros”⁹¹. Tais reclamações compreendem o facto da “realização de aplicações financeiras sem o consentimento expresso e sem o conhecimento do cliente, como a não adequação dos produtos aos conhecimentos e experiência dos reclamantes”.

Também, verificou-se ao longo dos anos, de acordo com as estatísticas do Jornal de Negócios, que em 2014 o número de queixas triplicou face a 2013, sendo de mais de 1.200, devido a resolução do BES. Tais “reclamações revelam que a qualidade de informação prestada pelos intermediários financeiros aos investidores continua a ser deficiente⁹²”. Considera-se que grande parte das queixas emitidas foram consequência da resolução do Banco BES, mais propriamente do papel comercial emitido por essa instituição, que em 2015 continuou a dar que falar na medida em que o número de queixa não parou de aumentar de ano para ano, passando de 1.200 para 1.700 (aumento de 33,9%).

Consideramos que alguns dos objetivos constantes da DMIF não tiveram sucesso, uma vez que o reforço da informação não foi suficiente para fazer face as más intenções das instituições de crédito, fazendo aumentar o número de queixas, e consequentemente o prejuízo dos investidores. Sabe-se que grande parte das reclamações sucedeu-se com a aplicação de poupanças de uma vida por parte de clientes, em que a transmissão da informação presumia um investimento seguro.

No entanto, podemos supor que tal aumento das reclamações por parte dos investidores poderá ter surgido pelo reforço do dever de informação. Vejamos, o aumento dos deveres de informação com DMIF possibilitou aos investidores saberem que havia tal dever por parte dos intermediários financeiros, em que grande parte dos investidores não teriam conhecimentos do tipo de informação que deveria ser prestada, não podendo fazer fé dos seus direitos.

⁹¹. Segundo a CMVM (2011) – *Estatísticas periódicas* - os deveres de informação, quanto a tutela dos interesses dos investidores, relativamente ao acesso a informação necessária para que a tomada de decisão para investimento tenha sido esclarecida e fundamentada, foram os mais reclamados, principalmente quando estava em causa investidores não qualificados.

⁹² V. Raquel Godinho (setembro 2015).

5. Transparência

A transparência num contexto de intermediação financeira pressupõe à partida o acesso a informação por parte dos investidores⁹³. De acordo com o parágrafo 5 do Regulamento (CE) 1287/2006 – “a DMIF rege os requisitos em matéria de transparência relativamente às transações de ações admitidas à negociação num mercado regulamentado, destina-se a assegurar que os investidores estejam adequadamente informados quanto ao nível real de transações efetivas”.

Segundo Menezes Cordeiro, “um mercado será transparente na exata medida em que os investidores e os restantes sujeitos mobiliários tenham acesso à informação necessária na tomada das suas decisões”⁹⁴. Importante é assegurar a necessidade de uma igualdade entre os espaços ou organizações de negociação como prevê a fomentação da concorrência, quanto aos serviços de execução, a escolha dos investidores, reduzir custos de transação e aumentar a eficiência do processo de formação de preços à escala comunitária. Também ter em conta a integridade do mercado uma vez que se associa aos princípios de igualdade, oportunidade e da livre concorrência, neste sentido considera-se que se aproxima da transparência. No entanto há aspetos que são distintos, como “a transparência assume uma forte dimensão ativa, impondo, obrigações de *facere*, e a integridade assume uma dimensão passiva, proibindo determinadas condutas, uma obrigação de *non facere*”⁹⁵.

Tendo a diretiva de transparência⁹⁶ sido uma inspiração para a elaboração da DMIF, esta reconhece obrigações de transparência, a nível da pré-negociação sendo regulada no artigo 29º e 44º da DMIF⁹⁷, quanto a um MTF e aos mercados regulamentados, respetivamente, permitindo um grau de transparência antes da negociação de acordo com os tipos de mercados em causa. Certo é que toda esta informação envolve em grande parte a importância de dar a conhecer os preços de compra e venda ao futuro investidor. Podendo pelo disposto no artigo 29º da DMIF os mercados afastar essa hipótese, em que o dever de informação num MTF é afastado quando assim o justifique ficando abrangidas pelo disposto no artigo 44º para um mercado regulamentado. Toda esta escolha possível deverá ter em atenção se tal

⁹³ Cfr. Pág. 278, Menezes Cordeiro (2015).

⁹⁴ Cit. Pág. 274, Menezes Cordeiro (2015).

⁹⁵ V. Pág. 260, Menezes Cordeiro (2015).

⁹⁶ V. Decreto-lei nº 219/2006, de 2 outubro.

⁹⁷ Reforçando pelo artigo 17º do Regulamento (CE) 1287/2006 da Comissão de 10 de agosto de 2006.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

isenção não põe em risco a manutenção de um mercado justo e eficiente. Em relação aos objetivos, estes ficaram muito aquém, somente a informação de pré-negociação se tornou exigível tendo em conta o tipo de mercado em causa quanto ao tipo de instrumento financeiro e quantidade. Relativamente ao preço a ser divulgado o CESR no seu parecer fez questão de abranger a necessidade de tal informação ser “fiável e amplamente divulgada”⁹⁸.

No ordenamento jurídico português, pelo artigo 212º, nº1 alínea b) do CVM, as organizações de negociação têm o dever de informação⁹⁹. Segundo o Regulamento da CMVM nº 3/2007, pelo disposto no artigo 5º, há uma obrigação de informação ao público quando haja “na negociação, factos suscetíveis de alterar a regularidade de funcionamento do mercado regulamentado ou do MTF ou de afetar as decisões dos investidores”, manter à “disposição e facultar o acesso ao público, para consulta, toda a informação disponível”.

Podemos afirmar, que o reforço do dever de informação acabou por ser uma consequência não só do mau funcionamento das instituições financeiras como da necessidade de transparência dos mercados financeiros. Considerando que a privação por vezes de informação efetuada pelos intermediários financeiros acerca dos mercados de investimentos regulados, por si trazia aos investidores dificuldades na análise dos riscos e do tipo de investimento a efetuar, para fazer face à dúvida a melhor solução seria a publicação das transações efetuadas pelos intermediários financeiros.

Não só a transparência trouxe uma melhor informação para os investidores, como para as autoridades de supervisão, sendo essencial para a confiança destes, segundo Paulo Câmara, “a transparência reforça a legitimidade da supervisão”¹⁰⁰.

No mesmo sentido, encontramos o ordenamento jurídico Espanhol, não tendo recusado a transposição da DMIF, o que transpôs para a sua lei nacional o regime de transparência, principalmente pré e pós negociação. Não havendo qualquer tipo de informação a prestar sobre a execução a oferecer, a ley 47/2007, para evitar tal risco “se establecen para cada uno de los sistemas de negociación unas obligaciones de información frente a sus participantes o clientes previas a la negociación, acerca de las

⁹⁸ V. Pág. 53, parecer CESR (2005).

(<http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf>).

⁹⁹ Cfr. Os mercados regulamentados e os MTF devem divulgar ao público informação sobre as operações realizadas e respetivos preços. Estando todas as condições de informação reguladas nos artigos 17º a 20º, 27º a 30º e 32º do Regulamento (CE) 1287/2006 da Comissão de 10 de agosto de 2006.

¹⁰⁰ Cit. Pág. 272, Paulo Câmara (2011).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

condiciones impernates oferecidas a través del centro de ejecución, es decir, sobre las operaciones posibles en cada momento en él, y otras posteriores a la negociación, sobre las contrataciones realizadas”¹⁰¹.

¹⁰¹ V. Pág. 8 Ruíz & Bachs (2008).
(<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171>).

6. Crimes contra o mercado

Foi em 2001 que a Comissão Europeia apresentou a proposta de uma diretiva contra o abuso de mercado sendo uma das primeiras a ser transposta de acordo com o processo de Lamfalussy. O grande objetivo da Comissão Europeia é atingir o mercado financeiro já em 2003, uma vez que a variedade de regras existentes dentro da União Europeia fazia com que surgissem distorções por vezes competitivas. Prevendo o enquadramento de uma manipulação do mercado aplicado a todos os Estados-Membros, reforçando a integridade do mercado e a confiança dos investidores em toda a União Europeia.

Com o aumento do número de investidores no mercado financeiro a CMVM, viu-se na necessidade de reforçar a proteção destes, sendo um dos grandes objetivos o “reforço da integridade, da credibilidade e da segurança do mercado de instrumentos financeiros”¹⁰². A partir de 2009, com a Lei nº28/2009 de 19 de junho, veio agravar os limites máximos das penas para o dobro, no âmbito do sistema financeiro, incluindo os valores mobiliários, banca e seguros. Estando a CMVM dotada de poderes de decisão em matéria contraordenacional, quer sejam poderes gerais quer sejam poderes específico, no entanto tais decisões podem ser “mantidas, alteradas ou revogadas pelos Tribunais”¹⁰³. De analisar o facto de no período de 1999-2014, verificar-se que dos 84,9% das decisões da CMVM, 55 decisões (51,9%) mantiveram-se, 35 decisões (33,0%) foram alteradas e somente 16 processos (15,1%) foram revogadas¹⁰⁴.

É certo que no sistema sancionatório há dois crimes fundamentais considerados como uma manifestação do princípio da integridade¹⁰⁵, dos quais se realçam na necessidade de maior punição, uma vez caracterizados como “os perturbadores do mercado”¹⁰⁶. Crimes esses de abuso de informação privilegiada, compreendido no CVM, no artigo 378º, a sua decisão de investimento será sempre em função da informação pública disponível e o crime de manipulação do mercado, previsto no artigo 379º do CVM, consistindo num domínio individual da oferta e da procura enquanto modelo para a fixação dos preços públicos. Estas duas práticas conhecidas no

¹⁰² Cit. Caixa 9, pág. 144, CMVM (setembro 2015).

¹⁰³ Cfr. Pág. 133, CMVM (setembro 2015).

¹⁰⁴ Cfr. Pág. 134, CMVM (setembro 2015).

¹⁰⁵ v. Pág. 263, Menezes Cordeiro (2015).

¹⁰⁶ Cfr. Pág. 17, CMVM (setembro 2015) - “são práticas merecedoras de uma censura sociojurídica mais intensa, através da reposta penal”.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

ordenamento jurídico português como “abuso do mercado”, acabam por implicar alterações na integridade dos mercados como na confiança dos investidores¹⁰⁷.

É certo que a Diretiva sobre o Abuso do Mercado (DAM), nº 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de janeiro, tendo sido transposta para o ordenamento jurídico português com o Decreto-Lei nº 52/2006, veio definir o abuso de mercado abrangendo o abuso de informação privilegiada e a manipulação do mercado. Não modificou o regime de defesa do mercado, regulado no artigo 311º do CVM, continuando os intermediários financeiros na obrigação de se absterem de praticar e participar em atos que põem em causa o regular funcionamento, como a transparência e a credibilidade do mercado.

6.1. Abuso de Informação Privilegiada (Insider trading)

Considera-se informação privilegiada, toda aquela que não é pública, sendo precisa e que direta ou indiretamente diz respeito a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, que seria idónea a influenciar o preço do mercado (artigo 449º do CSC; 248º nº2 e 378º nº3 do CVM)¹⁰⁸. Tratando-se de informação privilegiada que tem como objetivo “retirar uma vantagem económica, sem simultaneamente se expor aos mesmos riscos que os outros intervenientes no mercado (...) proteger a integridade dos mercados financeiros e promover a confiança dos investidores”. Este crime surge tendo em conta as qualidades típicas do agente, a prática de um dos factos descritos e uma atuação dolosa.

Uma informação privilegiada é não pública, quando não foi tornada pública após o acesso dos órgãos sociais ou outras pessoas das quais estão adstritas para tal. Neste caso, é necessário ter em conta o princípio da igualdade de acesso à informação, devendo ser divulgada ao mercado pelos meios próprios. Tem carácter específico, uma vez que deve respeitar a emitentes de valores mobiliários ou instrumentos financeiros admitidos à negociação. É precisa, no sentido de ser concretizável a ocorrência de um facto que pode ser utilizado. Por fim, a necessidade da sua idoneidade para a influência

¹⁰⁷ Cfr. Caixa 9, pág. 144, CMVM (setembro 2015).

¹⁰⁸ “É secreta no sentido de não estar divulgada, porque não é conhecida da generalidade das pessoas (...). Informação é precisa. Ou seja, não é uma ideia vaga. Os outros são tabelares: por um lado, a informação de que estamos a falar respeita ao mercado, ou seja, a emitentes de valores mobiliários; por outro, essa informação há-de ser suscetível de influenciar a cotação do valor mobiliário” – Cit. Pág. 618, do CVM – anotado (2015).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

do preço é importante visto que um investidor poderia basear-se nesse preço para a sua decisão de investimento.

Todavia é importante distinguir qual dos regimes jurídicos em causa, visto que há diferenças presentes no CVM e no CSC, das quais não podem ser confundidas quando se verificar um abuso de informação. Tal crime está previsto no artigo 378º do CVM e 449º do CSC¹⁰⁹, sendo que no primeiro considera-se que o *insider trading* é mais amplo que no regime civil abrangendo a informação de qualquer sociedade anónima independentemente da sua estrutura e de qualquer emitente de instrumentos financeiros. Já no CSC, apenas está regulado para as sociedades anónimas e às ações e obrigações emitidas por estas, como consideram que os *inders* primários são os membros da administração e de fiscalização, enquanto no CVM, inclui qualquer pessoa que seja titular de uma informação privilegiada de acordo com a titularidade de participação no capital.

No entanto dentro do CVM, há vários tipos de informação privilegiada previstos dos quais não devem ser confundido. O artigo 248º do CVM preenche um tipo de contraordenação para a detenção de informação privilegiada, tal preenchimento basta que se prove a detenção da informação e a realização da transação em causa para que se considere preenchido. Já no artigo 378º do CVM para o preenchimento dos requisitos de abuso de informação privilegiada não basta o conhecimento dessa informação, mas que a tal facto levou a motivação para a transação.

6.2. Manipulação do mercado (market manipulation)

Estando a manipulação do mercado, prevista no artigo 379º do CVM tem como razão essencial assegurar a livre concorrência, garantindo uma correta formação do preço. Este crime “caracteriza-se pela prática de condutas proibidas que cumulativamente constituam causalidade adequada para influenciar o mercado”¹¹⁰. Neste tipo de crime consideramos que a sua prática esta centrada nos intermediários financeiros, nomeadamente aqueles que possuem cargos a nível de administração, direção e fiscalização. Sendo ilícito certas condutas, como a divulgação de informação

¹⁰⁹ V. Pág. 623 do CVM – anotado (2015).

¹¹⁰ Cfr. Pág.179, António Pereira de Almeida (2013).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

falsa, incompleta, exageradas ou tendenciosas, a realização de operações de natureza fictícia e a execução de outras práticas fraudulentas.

Necessário para a prática deste crime é a exigência de uma qualidade por parte do agente, ou seja, este tem de estar relacionado com o intermediário financeiro, nomeadamente com responsabilidades de administração, direção ou fiscalização num sujeito de mercado em concreto. Neste crime, não se exige que a conduta seja dirigida a produzir o efeito e que o produza, mas apenas que seja suscetível de o produzir. Ou seja, para a verificação dos pressupostos da manipulação do mercado, não é necessário que obtenha um resultado mas a intenção de o fazer.

Temos verificado, um aumento da violação das normas constantes no CVM, em consequência o agravamento das sanções foi inevitável, considerando que uma sanção mais penosa conduziria a uma diminuição das infrações no mercado financeiro e um aumento da proteção nos investimentos. Foram transpostas para o ordenamento jurídico português duas diretivas, sendo a primeira a Diretiva de Abuso de Mercado, a partir do Decreto-lei nº 52/2006 de 15 de maio, em segundo com a DMIF o Decreto-Lei nº 357-A/2007 de 31 de outubro. Considerando que o regime da informação previsto no artigo 388º foi a alteração mais significativa, verificando o dobro do valor das coimas a aplicar. Assim como a alteração do artigo 389º do regime das recomendações financeiras, em que se considera uma contraordenação muito grave “a comunicação ou divulgação, por qualquer pessoa ou entidade, e através de qualquer meio, de informação que não seja completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”¹¹¹.

Numa visão mais global e tendo em consideração a existência de um mercado único europeu quer a DMIF quer a DAM, são diretivas que foram transportadas para o ordenamento jurídico de cada Estado-Membro. Deparamo-nos que em 2014, e a partir de um pedido de solicitação de informação sobre o regime contraordenacional ou penal às entidades de supervisão dos estados membros, constatou-se que a maioria dos estados membros da União Europeia aplicam quer sanções contraordenacionais quer criminais, com exceção da Suécia, aplicando somente sanções criminais. Especificando o crime de abuso de informação privilegiada e de manipulação do mercado, estes não podem aplicar cumulativamente as sanções¹¹². Podendo as sanções serem aplicadas

¹¹¹ Cfr. Artigo 389º nº 1 alínea a) do CVM, sanção para o dever de informação dos intermediários financeiros, ver ponto 3.2 supra.

¹¹² Cfr. Pág. 26, CMVM (setembro 2015).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

tanto a pessoas singulares como a pessoas coletivas¹¹³, à exceção da Lituânia só admitindo a aplicação a pessoas singulares.

Quanto ao tipo de punição a aplicar num crime de manipulação de mercado, por exemplo, há diferenças tendo em conta os vários Estados-Membros estando previsto pena de prisão, em Portugal e na Alemanha. Já na Áustria, aplica-se uma simples infração administrativa¹¹⁴.

¹¹³ V. Pág. 26, CMVM (setembro 2015).

¹¹⁴ V. Pág. 208-209, Paulo Mendes (2008).

7. DMIF II

Desde a elaboração da DMIF, de 2004 até 2014, constatou-se que as normas implementadas se tornaram insuficientes face aos objetivos pretendidos. A necessidade de reformulação tornou-se inevitável para a União Europeia, substituir parcialmente a diretiva, pelo Regulamento (UE) n° 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho. Consideramos o papel da ESMA, na reformulação e necessidade desta nova DMIF, em que cada Estado-Membro tem a sua própria interpretação quanto a cada serviço prestado, sabendo que a atividade de um intermediário financeiro assenta numa prestação de serviço sendo moldado de acordo com o cliente. A proposta central da ESMA é sem dúvida o reforço da proteção dos investidores estabelecendo critérios capazes de limitar a prestação de serviços de investimento por profissionais não autorizados e supervisionados, no fundo o objetivo prevê o combate da intermediação financeira de forma incidental¹¹⁵.

Segundo a nova DMIF, a diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, vem regular as disposições que regem a “autorização das empresas, a aquisição de participações qualificadas, o exercício da liberdade de estabelecimento e da livre prestação de serviços, as condições de exploração para as empresas de investimento, a fim de assegurar a proteção dos investidores, as competências das autoridades de supervisão dos Estados-Membros de origem e de acolhimento e o regime de imposição de sanções”¹¹⁶. Com o objetivo de reforçar a já existente no sentido de se considerar que em certas matérias havia insuficiência de regulação. Essencial o estabelecimento de um regime capaz de regular as transações de instrumentos financeiros, independentemente dos métodos de negociação, com o objetivo de uma maior garantia de execução das transações, da integridade e a eficiência do sistema financeiro.

Relativamente aos mercados regulamentares a DMIF II, veio estabelecer novas regras de transparência e não discriminatórias em relação ao acesso de instrumentos financeiros. Tal diretiva exclui a sua aplicação a certas empresas de investimentos, considerado o reforço da proteção dos investidores o objetivo central da sua

¹¹⁵ Pág. 14 ESMA (2014).

¹¹⁶ Cit. Preâmbulo 7 da DMIF II.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

implementação não deixando de limitar as condições em que os Estados-membros podem excluir a sua aplicação. O reforço do papel dos órgãos de administração tornou-se importante, uma vez que terão de garantir uma gestão sã e prudente das empresas, a integridade dos mercados e os interesses dos investidores.

Quanto ao regime de transparência, regulado no RMIF este exige que todas as negociações organizadas sejam realizadas dentro de uma plataforma regulamentar e ser totalmente transparente quanto a pré e pós negociação.

A abertura dos mercados presente na DMIF I, gerou um aumento de conflitos de interesses o que proporcionou a necessidade de implementar novas regras que assegurassem os interesses dos clientes de forma a não serem prejudicados, sendo certo que “as empresas têm a obrigação de tomar medidas eficazes para identificar, prevenir e gerir os conflitos de interesse e mitigar, o impacto dos riscos” que poderão se gerar¹¹⁷.

Tal como na DMIF I, a DMIF II vem fortificar a proteção do investidor, considerando que os “princípios de atuação de forma honesta, equitativa e profissional como a obrigação de atuar de forma correta clara e não enganosa”¹¹⁸. Deverá ser aplicada a todos os investidores independentemente da sua qualificação. Verificamos que as informações dadas aos clientes pela empresa de investimento, relativamente às políticas de execução são genéricas e normalizadas não permitindo que os clientes compreendam a forma de execução do seu investimento, acresce a dificuldade de compreender a favorabilidade dos seus investimentos. Será necessário especificar os princípios respeitantes às informações dadas pelas empresas de investimentos quanto às políticas de execução. Tal proteção consiste na necessidade de tornar os “mercados financeiros mais *consumer-friendly*”, defende Luís Catarino, “o não investimento nos mercados financeiros pelo cidadão não pode ser uma opção do legislador dada a sua necessidade para a economia global, e tendo em vista a sua proteção financeira e patrimonial individual”¹¹⁹.

O surgimento de novas formas de negociação e em consequência a verificação de uma concorrência entre estes, permitiu ao mercado financeiro europeu uma maior integração facilitando aos investidores o acesso a uma informação mais consolidada.

¹¹⁷ Cit. Preâmbulo 56 da DMIF II.

¹¹⁸ Cit. Preâmbulo 86 da DMIF II.

¹¹⁹ V. Pág. 143, Luís Catarino (2016). Também, considera que “o principio de proteção dos investidores não passa necessariamente por proibi-los de assumir o risco (...), deve ser gerido e publicitado de forma clara e inteligível num documento sintético e claro, o KID (Key Investment Documents).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Todos estes critérios reforçados pela nova DMIF, já se encontravam presentes mas a instabilidade do mercado financeiro inevitabilidade, obrigou à reformulação de normas.

Um novo pacote regulatório surge com a DMIF II, a existência de uma negociação algorítmica com o objetivo de “assegurar o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados de instrumentos financeiros, tendo em conta novas formas de negociação”¹²⁰.

Já no ordenamento jurídico português, a diretiva encontra-se em fase de transposição, estando prevista a entrada em vigor até dia 3 de janeiro de 2018. A DMIF II prevê uma modificação do CVM de acordo com o anteprojeto de alteração efetuado pelo Banco de Portugal e pela CMVM. Tal alteração será significativa no CVM já em vigor, sendo a grande alteração do capítulo da intermediação financeira, mais concretamente nos artigos 289º e seguintes.

O anteprojeto prevê uma alteração na categorização dos investidores, alterando a definição de investidores qualificados para investidores profissionais (artigo 30º CVM). Quanto as contrapartes elegíveis a alteração do artigo 317º D do CVM é significativa, uma vez que o afastamento desta categoria só poderá ser efetuado de acordo com os atos delegados na DMIF II. De verificar, que a nova DMIF preocupa-se com a redução dos conflitos de interesses nos intermediários financeiros que produzem ou distribuem instrumentos financeiros, alterando os artigos 309º a 309º G do CVM. A nova redação do artigo 309º D descreve os deveres que os intermediários financeiros terão de proceder para a distribuição de instrumentos financeiros, com o objetivo de assegurar junto dos clientes, identificando o mercado alvo e conseguindo uma estratégia compatível com a qualificação do cliente. Estando presente no artigo deveres gerais não só para o produtor como para o distribuidor.

Quanto à gestão de carteiras e consultoria para investimentos, alteração do artigo 314º A do CVM os intermediários financeiros não só deverão obter informação quanto a situação financeira e os seus objetivos de investimento como prever se a situação financeira do cliente lhe possibilita suportar perdas e a capacidade de tolerar o risco existente caso não se consiga obter tais informações, ou não esteja adequado não se pode realizar a operação.

¹²⁰ V. Pág. 2, Cecilia Rufino (2017). E artigo 59º da DMIF II.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

A proteção do investidor e a execução das melhores condições – *Best execution*, foram o ponto mais significativo na nova DMIF II. Pelo artigo 330º do CVM, há um reforço dos deveres de informação aumentando os seus requisitos, prevendo a necessidade de informar o cliente da política de execução, de forma clara indicando como será efetuado as ordens. A alteração dos artigos 312º a 312º G do CVM, reforçam a informação a prestar aos investidores, como a natureza do investidor, as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, instrumentos e estratégias propostas tendo em conta o mercado identificado, o custo do serviço e a comunicação periódica.

Do ponto de vista, do pagamento e do recebimento de benefícios (*inducements*) já presentes na DMIF de 2004, prevendo uma atuação honesta, equitativa e profissional de acordo com o interesse do investidor, evitando os incentivos que podem condicionar a distribuição de instrumentos financeiros (artigo 19º da DMIF). Já a nova DMIF prevê um aumento da transparência relativamente a qualidade dos serviços prestados aos clientes, assegurando que as empresas de investimento cumprem os deveres para com os clientes, não estando a prestação de serviços influenciada pelo recebimento de benefícios. As alterações a ter em conta no CVM tem como principal objetivo a limitação ao máximo do recebimento ou pagamento de incentivos por parte das empresas de investimento.

Tal modificação verificou-se nos sistemas de negociação, uma vez que o fracasso sentido a nível da internalização sistemática, e prevendo um aumento da concorrência nos mercados, a nova diretiva veio modificar o artigo 198º nº1 do CVM, alterando a alínea c), e prevendo uma nova forma de negociação os sistemas de negociação organizada (OTF), definidos como “sistemas multilaterais que não sejam um mercado regulamentado nem um sistema de negociação multilateral, através dos quais possam interagir múltiplos interesses de compra e venda manifestados por terceiros relativamente a instrumentos representativos de dívida, incluindo obrigações titularizadas, licenças de emissão ou derivados, com vista a celebração de contratos”¹²¹.

Toda a necessidade de alteração da DMIF, consideramos que não se trata de uma insuficiência total das normas, mas uma alteração constante do mercado financeiro, torna-se essencial adaptar a legislação às mutações do sistema financeiro. Devemos com regularidade formular normas, acrescentar pontos novos para uma eficácia das

¹²¹ V. Pág. 2, Tiago Matias (2017).

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

pretensões dos sujeitos num mercado financeiro. Inevitável é falar da elaboração de uma DMIF III, segundo Paulo Câmara¹²². Tendo em conta este autor, a nova diretiva tem pontos fracos como pontos fortes, nomeadamente a definição de licenças de emissão como instrumentos financeiros, sendo um ponto fraco na medida em que se uma licença de emissão tem como objetivo climatérico e não financeiro, sendo uma realidade industrial e não financeira. Como ponto forte podemos focar a regulação de depósitos estruturados, não sendo valores mobiliários nem estando qualificados como instrumentos financeiros mas sujeitos a regulação dos artigos 312º e 314º do CVM. No entanto, Paulo Câmara faz uma crítica relativamente ao artigo 90º do anteprojeto de diploma de transposição da DMIF II e RMIF, considerando uma solução negativa, uma vez que o legislador faz aplicar as regras de governação que se dirijam exclusivamente a depósitos estruturados a todo o sistema bancário de retalho.

¹²² Tendo em conta a aula lecionada, por Paulo Câmara: “DMIF II: A nova pedra angular do direito dos mercados financeiros”, 28 de abril de 2017, pós-graduação em direito bancário e direito dos valores mobiliários pela Universidade Católica Portuguesa.

Conclusão

Inicialmente a DMIF transposta para o ordenamento jurídico português seria a solução mais vantajosa para responder ao avanço do mercado financeiro. Verificamos uma proteção do investidor, a partir de novas formas de organização de negociação, de novos deveres de informação, novas qualificações do investidor, mais instrumentos financeiros e um alargamento da atividade financeira.

Em consequência, inevitável tornou-se o reforço das sanções aplicáveis ao nível do crime contra o mercado, como um aumento da transparência dos mercados. Ora vejamos: a partir do momento que há um alargamento da proteção do investidor, mais propriamente do dever de informação obrigando o intermediário financeiro a proceder a tal informação com critérios de diligência, lealdade, boa-fé e profissionalismo, terá consequentemente um aumento da transparência de informação, uma vez que a partir da informação prestada pelo intermediário financeiro o investidor terá a decisão do investimento. Quanto ao agravamento das sanções a nível do crime contra o mercado, foi essencial uma vez que as queixas acerca da violação de deveres e obrigações dos intermediários financeiros aumentaram significativamente com o passar dos anos, estando o legislador obrigado a fazer face a tais percentagens.

Sabemos que um investidor não tem conhecimento do melhor investimento, para fazer frente aos prejuízos que poderá causar, a CMVM tem um leque de recomendações para que os investidores possam ponderar as suas decisões. Nomeadamente, alertando o facto de nem sempre o capital estar garantido e quando isso não está claramente informado, o investidor sabe à partir de que poderá não reaver o investimento. São pontos que um futuro investidor terá de ter em conta, para que o seu investimento tenha sucesso.

No entanto, há um dever fundamental que o intermediário financeiro tem perante um investidor, sendo o dever de informação. Reparámos que a maioria das queixas efetuadas perante a CMVM, desde a transposição da DMIF veio aumentando de ano para ano. Não sendo esse o objetivo da DMIF, não podemos afirmar uma má implementação desses deveres. Reforçando: antes da transposição da diretiva que trouxe o aumento da proteção dos deveres perante o investidor, o próprio investidor poderia não ter conhecimento do tipo de informação que um intermediário financeiro teria de prestar para a conclusão de um investimento, sendo que tal informação poderia ser suficiente. Pelo contrário a partir de 2007, com a DMIF o investidor teve

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

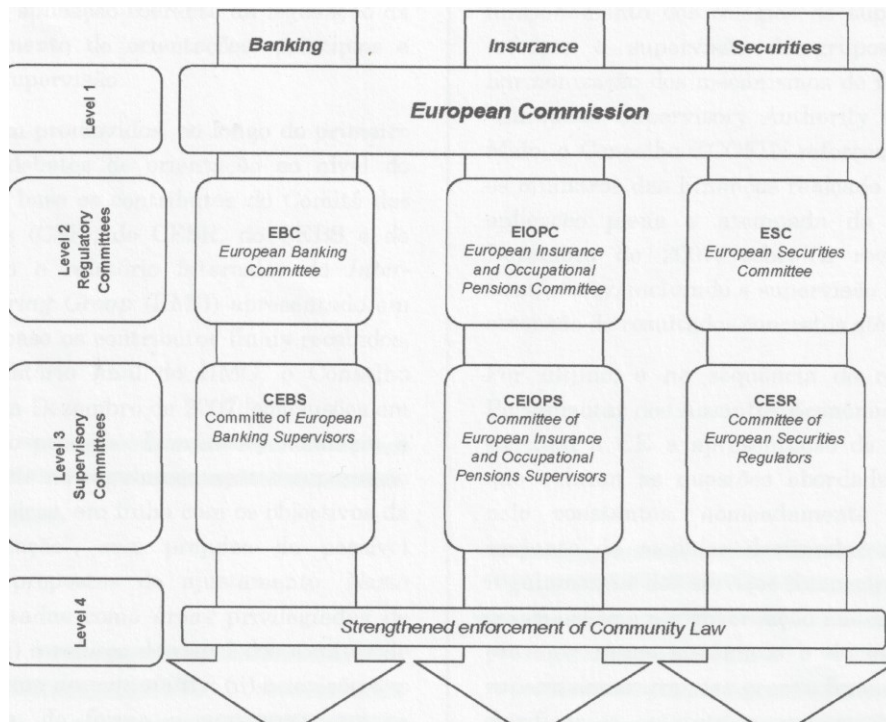
conhecimento do tipo de informação, todos os pontos que o intermediário financeiro deveria esclarecer, sabendo de tal proteção tornou-se mais fácil ao investidor, proteger os seus direitos perante a CMVM.

Contudo, o mercado financeiro evolui todos os dias, o que se vai verificando que na sua aplicação certas normas deixam de fazer sentido, tornando-se inevitável a necessidade de uma nova DMIF. Definida como a DMIF II vem revogar a DMIF de 2004, tendo em conta as assimetrias regulatórias, a fragmentação do mercado e alargando o conceito de instrumentos financeiros. Esta nova diretiva vem ajustar as lacunas que se verificou com a DMIF de 2004, como adaptar o mercado a atualidade. Sabemos, desde logo que a previsão de uma terceira diretiva é inevitável, uma vez que a evolução tecnológica cada vez é mais instável, visto que hoje a negociação algorítmica é mais visível, estando as máquinas automaticamente preparadas para emitir ordens de execução num mercado financeiro. No entanto, apesar de ainda não se encontrar em vigor no ordenamento jurídico português a nova diretiva já é alvo de críticas, uma vez que defende Paulo Câmara que a ameaça de desatualização do regime será inevitável.

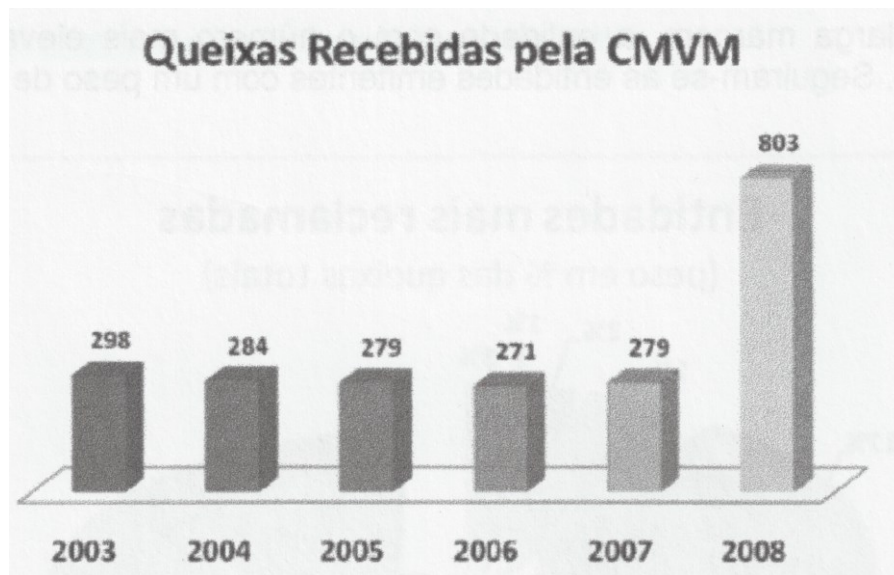
A DMIF II será transposta para o ordenamento jurídico português até 3 de janeiro de 2018, estando prevista a aprovação de 41 diplomas. Encontrando-se já publicados, o Regulamento Delegado (UE) 2016/2020 da Comissão, de 26 de maio de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n° 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos mercados de instrumentos financeiros, no que respeita a normas técnicas de regulamentação sobre os critérios aplicáveis para determinar se os derivados sujeitos à obrigação de compensação devem ser igualmente sujeitos à obrigação de negociação. Também, o Regulamento Delegado (UE) 2016/2021 da Comissão, de 2 de junho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n° 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos mercados de instrumentos financeiros, no que respeita às normas técnicas de regulamentação sobre o acesso aos índices de referência. Por fim, o Regulamento Delegado (UE) 2016/2022 da Comissão, de 14 de julho de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n° 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho no que respeita a normas técnicas de regulamentação sobre as informações necessárias para o registo das empresas de países terceiros e o formato das informações a prestar aos clientes.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Anexos

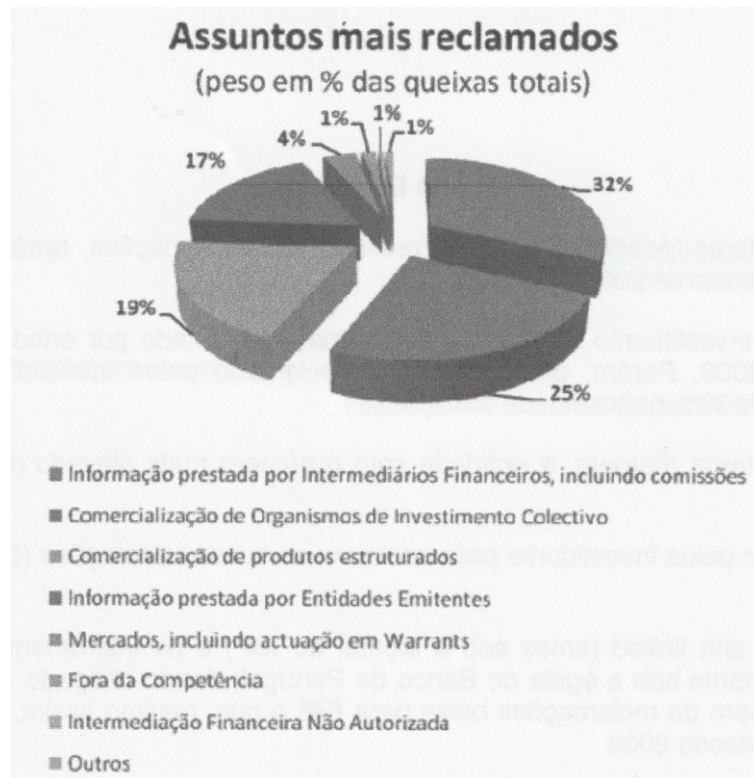


Anexo 1 - Processo de Lamfalussy



Anexo 2 - Queixas recebidas pela CMVM

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português



Anexo 3 - Assuntos mais reclamados a CMVM no ano de 2008

Bibliografia

Azevedo, M. L. (2007). DMIF - Desafios. In M. d. Ribeiro, & Almedina (Ed.), *Jornadas - sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*.

Agudo, L. F., Sanjuán, I. M., & Magallón, M. B. (22 de Março de 2010). *novidades legislativas en el mercado de valores Español*. Obtido em 21 de Abril de 2017, de ieaf.es.

Aler, G. H., & Campiña, S. G. (2008). *Valoración de la Transposición de MIFID en España*. (o. s. europeos, Ed.) Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de fef.es.

Almeida, A. P. (2013). *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados* (7º ed., Vol. II). (Coimbra, Ed.)

Antunes, J. A. (2008). *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*. (Coimbra, Ed.)

Antunes, J. E. (2009). Direito dos valores mobiliários. In Coimbra (Ed.).

Antunes, J. E. (2011). *Os Contratos Bancários*. (Almedina, Ed.)

Bolina, H. (agosto de 2004). A manipulação de mercado e o abuso de informação privilegiada na Nova Diretiva sobre Abuso de Mercado (2003/6/CE). (CMVM, Ed.) *Cadernos dos mercados dos valores mobiliários*, pp. 62-71.

Borges, S., & Oliveira, C. (2008). *A transposição em Portugal da DMIF e da Diretiva da transparência*. Obtido em 11 de Outubro de 2016, de Actualidade Jurídica Uría Menéndez: www.uria.com/documentos/publicaciones/1925/documento/articuloUM.pdf?id=3170

Câmara, P. (2011). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2º ed.). (Almedina, Ed.)

Casal, N. (abril de 2006). A formação do investidor - reflexos jurídicos na DMIF. (CMVM, Ed.) *Cadernos dos mercados de valores mobiliários*, pp. 75-78.

Castro, A. (Novembro de 2008). *O processo de Lamfalussy*. Obtido em 15 de Outubro de 2016, de artigos GPEARI-MFAP: www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/bmep/2008-1/Art-06-O-Processo-de-Lamfalussy.pdf

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Catarino, L. (2016). A nova regulamentação dos mercados financeiros - um tsunami regulatório? (parte 1). (AAFDL, Ed.) *Direitos dos valores mobiliários*, pp. 138-156.

CMVM. (s.d.). *A diretiva dos mercados de instrumentos financeiros (DMIF): Uma leitura guiada*. Obtido de www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/23bf6af672034b73926e8b2d3cbcba07DMIF_umaleituraguiada181206alt.pdf

CMVM. (Outubro de 2012). *A informação que deve ser prestada pelos intermediários financeiros sobre instrumentos financeiros*. Obtido de [cmvm: www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

CMVM (Ed.). (29 de dezembro de 2016). *Anteprojeto do diploma de transposição da DMIF II e RMIF*. Obtido de www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinancieros/Documents/Anteprojetos_DMIF%20II_2016_12_29.pdf

CMVM. (outubro de 2012). *CMVM*. Obtido de A adequação do instrumento financeiro ao perfil do investidor: www.cmvm.pt

CMVM. (Setembro de 2015). *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários*. (Almedina, Ed.) Obtido de www.cmvm.pt

CMVM. (2008). Estatísticas sobre reclamações e queixas. *2º semestre*.

CMVM. (2011). informação estatística sobre reclamações e queixas. *Estatísticas periódicas*.

CMVM. (2005). *intermediário Financeiro*. Obtido de Guia do investidor: www.cmvm.pt

CMVM. (Outubro de 2012). *Recomendações aos investidores*. Obtido de CMVM: www.cmvm.pt

Cordeiro, M. (2015). *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. I). (Almedina, Ed.)

ESMA. (22 de Maio de 2014). *Consultation Paper - MiFID II/ MiFIR*. Obtido em 20 de Abril de 2017, de www.cmvm.pt

Dias, P. S. (30 de Julho de 2008). Portugueses apresentam o maior número de queixas à CMVM em seis anos. *Jornal de negócios*.

Ferreira, E. P. (2001). A informação no mercado de valores mobiliários. In I. d. mobiliários, & Coimbra (Ed.), *Direito dos valores mobiliários* (Vol. III).

Godinho, R. (08 de Julho de 2016). Papel comercial motivou quase metade das reclamações à CMVM. *Jornal de negócios*.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Godinho, R. (30 de Setembro de 2015). Reclamações à CMVM quase triplicam em 2014. *Jornal de negócios* .

Gonçalves, R. (Dezembro de 2004). Nótulas comparatísticas sobre os conceitos de valor mobiliário, instrumento do mercado monetário e instrumentos financeiro na DMIF e no Código dos Valores Mobiliários. (CMVM, Ed.) *Cadernos dos Mercados de Valores Mobiliários* , pp. 94-103.

Jorge Alves Morais, C. M. (2008). *Manual de contratos de Direito bancário e financeiro* (2º ed.). (q. iuris, Ed.)

Nunes, F. C. (2000). Os intermediários financeiros. In i. d. mobiliários, & Coimbra (Ed.), *Direito dos valores mobiliários* (Vol. II).

Matias, T. d. (31 de janeiro de 2017). *Conselho nacional de supervisores financeiros*. (CMVM, Ed.) Obtido de Sistemas de negociação organizada (OTF).

Mendes, P. d. (2008). a adaptação do direito português à diretiva sobre o abuso de mercado. In i. d. mobiliários, & Coimbra (Ed.), *Direito dos valores mobiliários* (Vol. VIII).

Moloney, N. (2008). The current framework (lamfalussy) on european securities regulation - the lamfalussy process and recent evidence on its operation: an examination of level 2 and level 3 and the role of the committee of european securities regulators. In I. d. mobiliários, & Coimbra (Ed.), *Direito dos valores mobiliários* (Vol. VIII).

Moreira, V. (s.d.). *Federalismo regulatório europeu: A reforma da supervisão financeira na UE*. Obtido em 15 de Outubro de 2016, de www.fd.uc.pt/cedipre/cursos/rp/licoes_inaugurais/CEDIPRE_LicinauguralX_DoutorVitalMoreira.pdf

Silva, J. C. (2013). *Banca, Bolsa e Seguros* (4º ed., Vol. I). (Almedina, Ed.)

Rufino, C. (31 de janeiro de 2017). *Conselho nacional de supervisores financeiros*. (CMVM, Ed.) Obtido de Negociação algoritmica, negociação de alta frequência e acesso eletrónico direto.

Ruiz, E. D., & Bachs, S. R. (2008). *Transposición de MIFID en España*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de Uria: www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171

Regulators, T. C. (April de 2005). *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*. Obtido em 1 de Abril de 2017, de

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/05290b.pdf

Rodrigues, S. N. (2007). A proteção dos investidores nos contratos sobre valores mobiliários. In M. d. Ribeiro, & Almedina (Ed.), *Jornadas - sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*.

Rodrigues, S. N. (2008). Cabimento da figura dos mercados não regulamentados no âmbito da DMIF e na consequente revisão do Cód. VM. In I. d. mobiliários, & Coimbra (Ed.), *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. VIII).

Rosa, M. N. (31 de janeiro de 2017). *Concelho nacional de supervisores financeiros*. (CMVM, Ed.) Obtido de Requisitos de transparência intriduzidos pelo RMIF e outros temas relativos à negociação.

Teixeira, M. J., Vaz, L., & Razina, F. (30 de Janeiro de 2017). *Apresentação anteprojecto de transposição DMIF II - proteção dos investidores*. (CMVM, Editor) Obtido em 10 de Abril de 2017, de Banco de Portugal: www.bportugal.pt/sites/default/files/dmifii_-_04_-_intermediacao_financeira.pdf

Legislação

Código Civil (2010), Almedina.

Código das Sociedade Comerciais (2015) – Legislação Comercial e das Sociedades Comerciais, 7ª edição, Almedina.

Código dos Valores Mobiliários – Anotado (2015), Jorge Alves Morais e Joana Matos Lima, *quid iuris*.

Consulta Pública do Banco de Portugal nº2/2006, Consulta pública da CMVM nº13/2006 – “Transposição da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros e Projetos Conexos”.

Decreto – lei nº 52/2006 de 15 de março.

Decreto – lei nº 219/2006, de 2 de novembro.

Decreto – lei nº 325-A/2007 de 31 de outubro.

Diretiva 93/22/CEE do Conselho de 10 de Maio de 1993 *relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários*.

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Diretiva 2003/6/CE Do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de janeiro de 2003, *relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)*.

Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, *relativa às ofertas públicas de aquisição*.

Diretiva 2004/39/CE 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.

Diretiva 2006/73/CE 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.

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*.

Lei nº 28/2009 de 19 de junho, *revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contraordenacional*.

Regime das Sociedades Corretoras e das Sociedades Financeiras de Corretagem aprovado pelo decreto-lei nº 262/2001 de 28 de setembro.

Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo decreto-lei nº 298/92, de 31 de dezembro.

Regulamento (CE) nº1287/2006 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 às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva.

Regulamento da CMVM nº 3/2007.

Regulamento (UE) nº 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) nº 648/2012*.

Jurisprudência

Transposição da DMIF I no Ordenamento Jurídico Português

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, Processo 2050/11.2TBVFR.P1 de 21 de março de 2013, relator Leonel Seródio.

Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, Processo 205/13.4TVPRT.P1 de 5 de março de 2015, relator Judite Pires.

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, 555/12.7TVPRT.L1-7 de 15 de setembro de 2015, relator Maria Amélia Ribeiro.

Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra, Processo 377/12.5TVPRT.C2 de 15 de dezembro de 2016, relator Maria Domingas Simões.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo 1880/10.7TVLSB.L1.S1 de 16 de junho de 2015, relator Paulo Sá.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo 70/13.1TBSEI.C1.S1 de 17 de março de 2016, relator Maria Clara Sottomayor.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo 127/10.0TBPDL.L1.S1 de 5 de abril de 2016, relator Garcia Calejo.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo 8013/10.8TBBERG.G2.S1 de 5 de maio de 2016, relator Gabriel Catarino.

Processo C-678/15, Bundesgerichtshof (Tribunal Federal, Alemanha), 8 de Fevereiro de 2018, advogado- geral Manuel Campos Sánchez- Bordona.

(<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30d546ffc4be03ca4e8b82059370272187ffe34KaxiLc3qMb40Rch0SaxyKc3r0?text=&docid=187647&pageIndex=0&doclang=PT&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=952578>)