



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

## **O SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO AOS INVESTIDORES: ANÁLISE CRÍTICA**

**Catarina Neves de Azevedo**

Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa  
Mestrado Forense – vertentes de Direito Civil e de Direito Empresarial

Orientador: Paulo Câmara

Março de 2012

## **ÍNDICE**

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>2</b>
<b>2. INFLUÊNCIA EUROPEIA.....</b>	<b>3</b>
<b>3. TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA N.º 97/9/CE PARA O DIREITO INTERNO .....</b>	<b>13</b>
<b>4. ALTERAÇÃO LEGISLATIVA OPERADA PELO DL N.º 162/2009 DE 20 DE JULHO - ANÁLISE CRÍTICA.....</b>	<b>15</b>
<b>4.1. ÂMBITO DE COBERTURA .....</b>	<b>16</b>
<b>4.2. SISTEMA DE FINANCIAMENTO .....</b>	<b>25</b>
<b>4.3. GOVERNAÇÃO DO SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO AOS INVESTIDORES .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3.1. PREÂMBULO .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3.2. DIREITO COMPARADO .....</b>	<b>33</b>
<b>4.3.3. REGIME FRANCÊS .....</b>	<b>33</b>
<b>4.3.4. REGIME ESPANHOL.....</b>	<b>34</b>
<b>4.3.5. REGIME ITALIANO .....</b>	<b>35</b>
<b>4.3.6. SÍNTESE .....</b>	<b>37</b>
<b>4.3.7. ANÁLISE CRÍTICA .....</b>	<b>38</b>
<b>5. CONCLUSÕES .....</b>	<b>42</b>
<b>6. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>48</b>

## **1. INTRODUÇÃO**

A presente tese foi realizada no âmbito do Mestrado Forense, nas vertentes de Direito Civil e de Direito Empresarial da Universidade Católica Portuguesa.

O objecto de estudo foi escolhido pela importância evidente do mesmo, o qual tem vindo a ter desenvolvimentos consideráveis desde o início dos anos 90 do século passado e mais marcadamente no seu último lustro. A situação macro económica mundial veio mais recentemente transformar toda esta matéria num dos pontos cruciais da própria estabilidade financeira entre os vários estados, não se restringindo à resolução de problemas pontuais internos, mas extravasando-os de uma forma cujos limites não são ainda hoje totalmente conhecidos. De facto, a tão apregoada crise económica mundial tem vindo sucessivamente a transformar as balizas estabelecidas anteriormente e consideradas até então, como referentes de estabilidade e de sustentabilidade de um modelo que veio nos últimos anos demonstrar as suas fragilidades. Esta transformação, que nalguns casos, atinge um dramatismo a nível nacional (vejam-se os exemplos de alguns países europeus) e mundial, veio por outro lado, criar exigências de sustentabilidade e de garantia para os investidores nacionais ou internacionais, condição sine qua non para o funcionamento dos mercados. Assim, enquanto não surge um novo paradigma a nível económico global, emerge com enorme acutilância, a necessidade da criação dos ditos mecanismos de protecção dos particulares e das diversas entidades. A questão crucial, hoje mais do que nunca, é encontrar o ponto de equilíbrio entre as garantias dadas a uns e a outros.

A tese foi realizada com base numa metodologia de pesquisa e de análise documental nacional e internacional da legislação existente, de estudos e trabalhos desenvolvidos sobre o tema e também, com o recurso a entrevistas mantidas com pessoas entendidas na matéria, para o esclarecimento de determinados pontos. A tese foi passo a passo, acompanhada pelo orientador, o Dr. Paulo Câmara, que deu as orientações necessárias para o seu correcto desenvolvimento.

O presente trabalho visa apresentar uma análise global do Sistema de Indemnização aos Investidores, dentro da limitação temporal e de extensão regularmente impostas.

Pretende-se expor o percurso deste regime desde o início da discussão sobre a sua importância a nível europeu, passando pela transposição para o normativo nacional da correspondente Directiva e pela análise crítica da alteração legislativa subsequente, operada pelo DL n.º 162/2009, de 20 de Julho. Para além disso, apresenta-se o modelo de funcionamento da governação do Sistema de Indemnização aos Investidores implementado no nosso País, complementado por uma análise do Direito comparado europeu, particularmente, os regimes jurídicos Francês, Espanhol e Italiano.

Por fim, são apresentadas conclusões que pretendem abrir caminhos para a melhoria da legislação produzida ao nível da sua clareza, simplificação, aplicabilidade e eficácia da mesma.

## **2. INFLUÊNCIA EUROPEIA<sup>1</sup>**

Nos trabalhos preparatórios conducentes à elaboração da Directiva relativa aos Serviços de Investimento (Directiva n.º 93/22/CEE de 10 de Maio de 1993<sup>2</sup>) foi discutida a inclusão de um conjunto de regras prudenciais atinentes ao Sistema de Indemnização aos Investidores, para que se pudesse estabelecer um mínimo de harmonização no que a esta matéria respeita<sup>3</sup>.

Deste modo, na proposta original da mencionada Directiva previa-se que as empresas de investimento passassem a fazer parte de um Sistema de Indemnização global que protegesse os investidores em caso de insolvência daquelas<sup>4</sup>. Esta proposta conduzia à

---

<sup>1</sup> Paulo Câmara, *Sistema de Indemnização aos investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, (2001); Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, (2008), 726 – 759, Id., *How to Protect Investors*, (2010), 440 – 442.

<sup>2</sup> Que foi revogada pela Directiva n.º 2004/39/CE (DMiF). Em relação às inovações e consequências da Directiva, no que à protecção dos investidores diz respeito, vide Olha O. Cherednychenko, *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, *Journal of Consumer Policy*, vol. 33, n.º 4, (2010), 406.

<sup>3</sup> Vide Comissão of the European Communities, *Proposal for a Council Directive on investments services in the securities field*, (1988), 2.

<sup>4</sup> Vide o art. 9.º, n.º 1 da Proposta, 2 e 6.

aplicação de diferentes regimes no mesmo Estado-membro, uma vez que a determinação do regime aplicável dependia do local onde a empresa de investimento obtivesse a aprovação para realizar a prestação de serviços. Assim, se uma empresa de investimento sediada num outro Estado-membro pretendesse abrir uma sucursal<sup>5</sup> em Portugal, o regime aplicável a essa sucursal seria o que estivesse em vigor no Estado-membro da sede da empresa e às empresas com sede em Portugal, seria aplicável o regime vigente no nosso país. Apesar da aplicação de diferentes regimes, as empresas seriam supervisionadas pela autoridade nacional responsável pela supervisão prudencial onde exercessem actividade, pelo que na discussão desta proposta os Estados-membros entenderam que, havendo o crivo dessa autoridade nacional, deveria ser ela a suportar as consequências das empresas insolventes.

Esta multiplicidade de regimes potencialmente aplicáveis levou a que se protelasse a harmonização do Sistema de Indemnização aos Investidores para uma futura Directiva. Neste âmbito cumpre chamar a atenção para a importância da Directiva nº 93/22/CEE, uma vez que esta estabelece o conjunto de regras prudenciais aplicáveis ao Sistema de Indemnização aos Investidores.

A harmonização pretendida pelos Estados-membros foi finalmente conseguida<sup>6</sup> a 3 de Março de 1997 com a aprovação da Directiva nº 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>7</sup> relativa aos Sistemas de Indemnização aos Investidores<sup>8</sup>, que merece uma análise mais cuidada sobre as suas linhas gerais.

---

<sup>5</sup> Cuja definição resulta do art. 1º, nº 5 da Directiva 97/9/CE.

<sup>6</sup> Vide Commission of the European Communities, *Proposal for a Council Directive on Investor Compensation Schemes*, (1993), que foi aprovada com algumas modificações pelo Comité Económico e Social e pelo Parlamento Europeu (vide Commission of the European Communities, *Amended Proposal for a European Parliament and Council Directive on Investor Compensation Schemes*, (1994), 1-2). Sobre a necessidade desta Directiva, vide Carmine Di Noia, *Structuring Deposit Insurance in Europe: Some Considerations and Regulatory Game*, (1994), 6-8 Vide também Gillian Garcia e Hanriëtte Prast, *Deposit and Investor Protection in the EU and the Netherlands: A Brief History*, *The Journal of European Economic History*, Vol. 32, (2003), n.º 2.

<sup>7</sup> De ora em diante designada por Directiva.

Em primeiro lugar, importa frisar a obrigação<sup>9</sup>, decorrente do disposto no art. 2º, nº 1, primeira parte, de cada Estado-membro assegurar a existência de um ou mais Sistemas de Indemnização. No entanto, caso se esteja perante instituições de crédito que também se encontrem autorizadas a prestar serviços de investimento, não é necessário que pertençam a dois sistemas de indemnização<sup>10</sup>, pelo que, desde que um dos regimes satisfaça as exigências das duas Directivas, o Estado-membro pode escolher qual delas se aplica. Do mesmo modo, é dada a possibilidade, à semelhança do que já acontecia na Directiva nº 94/14/CE, dos Estados-membros dispensarem uma empresa de investimento de pertencer ao Sistema de Indemnização aos Investidores, desde que tenha um sistema próprio de indemnização que satisfaça os requisitos da Directiva<sup>11</sup>. Importante é também identificar as consequências do incumprimento das obrigações para com o Sistema de Indemnização a que as empresas de investimento estão vinculadas. Nesta situação, as autoridades competentes coadjuvadas pelo Sistema de Indemnização, devem tomar as medidas necessárias para que as obrigações sejam satisfeitas. Caso se mostrem insuficientes, o Sistema de Indemnização pode, desde que a legislação nacional o permita e havendo autorização da entidade competente, comunicar a intenção de excluir a empresa de investimento do Sistema, o que se concretizará se persistir o incumprimento<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> A conjugação desta Directiva com a Directiva 93/22/CEE é importante, uma vez que a primeira remete para a segunda, logo no seu art. 1º. Para além disso, ambas almejam a realização do bom funcionamento do mercado interno - vide considerandos 1, 2, 4 e 7 da Directiva.

<sup>9</sup> Vide Carmine Di Noia, *Structuring Deposit Insurance in Europe: Some Considerations and Regulatory Game*, (1994),7.

<sup>10</sup> Dado que estão também sujeitas ao Sistema de Garantia dos Depósitos regulado pela Directiva nº 94/19/CE de 31 de Maio de 1994, alterada pela Directiva nº 2009/14/CE. Porém, é necessário atentar na crítica apontada por Carmine di Noia, op. cit. supra 7-8. Sobre a pretensão de alinhar o regime das duas Directivas a nível europeu, vide Commission of the European Communities, *Amended Proposal for a European Parliament and Council Directive on Investor Compensation Schemes*, (1994), 2.

<sup>11</sup> Vide considerandos 9 e 10 da Directiva.

<sup>12</sup> Vide arts. 5º e 2º da Directiva. O prazo mínimo de aviso é de doze meses, durante o qual a cobertura assegurada pelo art. 2º, n.º 2 se verifica.

É também necessário esclarecer que os destinatários da Directiva são os “pequenos investidores”<sup>13</sup>, reflectindo a preocupação dos Estados-membros procurarem dar confiança a esses investidores através da instituição de um regime harmonizado<sup>14</sup>. Para além disso, e ainda atendendo aos destinatários da Directiva, foi instituído um montante mínimo de 20.000 € por investidor<sup>15</sup> (cada Estado-membro pode instituir um valor superior), como forma de diminuir o risco de “*moral hazard*”<sup>16</sup>, para que os investidores ponderem na escolha da empresa de investimento com o intuito de não se sujeitarem a um risco demasiado elevado. Por outro lado, é contemplada a possibilidade de os Estados-membros exigirem que os investidores suportem parte dos danos sofridos, sendo que não podem garantir menos de 90% do montante do crédito do investidor, enquanto este não atingir os 20.000 €<sup>17</sup>.

Ainda no que respeita à protecção dos investidores, no art. 9º da Directiva encontra-se um dever do Sistema de os informar, sempre que se verifique uma situação que possa levar ao seu accionamento. Então, é estipulado um prazo para a apresentação de pedidos, que não pode ser inferior a cinco meses a contar da data da verificação de tais situações. Assim que a admissibilidade e os montantes dos créditos estejam apurados, devem estes ser pagos o mais rapidamente possível<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> Apesar de não ser dada qualquer definição, pode-se concluir qual o tipo de investidor que é aqui visado pelas referências realizadas nos considerandos 5, 11 e 17 e nos arts. 1º, n.º 4 e 4º, n.º 2, os quais remetem para o Anexo II da Directiva. Para reforçar esta ideia é igualmente interessante atender à referência a “retail investors” realizada na EFAMA, *Response to Commission’s Call for Evidence on Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes*, (2009). Vide também Niamh Moloney, *How to Protect Investors*, (2010), 441 e Oxera, *National Investors Compensation Scheme*, (2005) 25.

<sup>14</sup> Vide considerando 5 da Directiva.

<sup>15</sup> Vide considerandos 11 e 12 e art. 4º, n.º 1 da Directiva. Pretendeu-se aqui conformar a Directiva com os montantes estipulados na Directiva nº 94/19/CE de 31 de Maio de 1994 relativa aos Sistemas de Garantia dos Depósitos.

<sup>16</sup> Sobre este conceito, vide Kevin Dowd, *Moral Hazard and the Financial Crisis*, *Cato Journal*, Vol. 29, n.º 1, (2009), 147-166.

<sup>17</sup> Vide considerando 13 e art. 4º, n.º 3 da Directiva.

<sup>18</sup> A Directiva estabelece o prazo de três meses para o pagamento dos créditos.

É necessário ter em conta que o montante a ser pago ao investidor ou o valor dos instrumentos financeiros que lhe são devidos é calculado (de acordo com o disposto no art. 8º da Directiva) na data em que a empresa de investimento deixa de ter capacidade para cumprir as suas obrigações. Desta forma, pode-se concluir que o Sistema de Indemnização aos Investidores não se destina a cobrir perdas por força de eventuais desvalorizações de mercado.

De seguida, importa identificar os créditos cobertos<sup>19</sup> pela Directiva em análise. Para esse efeito, é imprescindível ter em conta o disposto nos arts. 2º e 4º da Directiva. De tais preceitos conclui-se que a obrigação de pagar indemnizações é limitada às situações em que se verifica a existência de dificuldades financeiras da empresa de investimento, que levem ao incumprimento das suas obrigações, aquelas em que, por uma decisão do tribunal, os investidores se vejam impossibilitados de exercer os seus direitos perante a empresa de investimento<sup>20</sup>. Quaisquer danos que os investidores venham a sofrer por outras causas não fundamentam o accionamento do sistema de indemnização, ficando os investidores apenas com um crédito sobre os bens da empresa falida<sup>21</sup>. Neste ponto entende-se que o regime da Directiva falha em relação ao regime da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Directiva nº 2004/39/CE), uma vez que esta tem um âmbito mais alargado

---

<sup>19</sup> Ou seja, os montantes ou valores mobiliários que a Directiva considera incluídos no âmbito do accionamento do sistema de indemnização.

<sup>20</sup> Segundo Sofia Nascimento Rodrigues, em *A Protecção dos Investidores Em Valores Mobiliários*, (2001), esta limitação de créditos cobertos pela Directiva significa que os Estados-membros pretendem que o recurso ao Sistema de Indemnização aos Investidores seja realizado apenas em última análise. Esta constatação pode ser confirmada pelo disposto no art. 10º, nº 1 da Directiva, segundo o qual os investidores devem ser informados sobre a existência de mecanismos alternativos ao Sistema de Indemnização. Vide também Niamh Moloney, *How to Protect Investors*, Oxford, (2010), 441.

<sup>21</sup> Vide EFAMA, *Response to Comission's Call for Evidence on Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes*, (2009) na qual se especifica que não estão cobertas perdas resultantes do risco inerente ao investimento. Reforçando essa concepção, vide Amadeu Ferreira, *Um Código dos Instrumentos Financeiros? Algumas notas soltas*, (2011), 709.

porque contempla a responsabilidade da empresa de investimento pelas informações<sup>22</sup> prestadas aos investidores, para além de obrigar essas empresas a participarem num Sistema de Indemnização. Esta disparidade de regimes pode pôr em causa a confiança dos investidores no Plano de Serviços Financeiros, pelo que se entende que o regime do Sistema de Indemnização aos Investidores deve ser reconsiderado<sup>23</sup>.

A Directiva estabelece ainda um princípio segundo o qual o Sistema de Indemnização do Estado-membro de origem é aplicável à sucursal no Estado-membro de acolhimento. Porém, (em virtude do disposto no art. 7º da Directiva) tal princípio tornou-se controverso, uma vez que permite que as sucursais possam aderir ao regime do Estado-membro de acolhimento quando o seu Sistema de Indemnização tenha uma cobertura superior à conferida pelo Estado-membro de origem<sup>24</sup>. Para que tal aconteça, este pode oferecer a cobertura complementar às sucursais das empresas de investimento que nele estejam autorizadas, nas condições acordadas com o Estado-membro de acolhimento, ou que este tenha estabelecido no seu Sistema de Indemnização<sup>25</sup>.

No entanto, assistiu-se à proibição (no mesmo art. 7º) da possibilidade de os Estados-membros realizarem a operação contrária, ou seja, caso o Estado-membro de origem tenha cobertura superior à do Estado-membro de acolhimento, a cobertura dada às sucursais de empresas de investimento desse Estado-membro de origem não pode ultrapassar a que se encontra prevista pelo Estado-membro de acolhimento<sup>26</sup>.

Será sem dúvida importante realçar que a Directiva não obriga o Sistema de Indemnização a revestir uma determinada forma legal, nem prescreve quaisquer regras para o seu financiamento, tendo conferido ampla liberdade aos Estados-membros nesta matéria.

---

<sup>22</sup> Sobre a importância da informação a prestar aos investidores, vide Gerald Splinder, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, Journal of Consumer Policy, Vol. 34, n.º 3, (2011), 315-336.

<sup>23</sup> Vide Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, (2008), 743-744.

<sup>24</sup> Esta solução pretendia a inexistência de disparidades no montante das indemnizações ou nas condições de concorrência entre as empresas.

<sup>25</sup> Este é o chamado sistema de “topping-up”, quando se verifique tem de ser comunicado à Comissão. Vide considerando 15 e Anexo II da Directiva, Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, (2008) e Oxera, *National Investor Compensation Schemes*, (2005), 22.

<sup>26</sup> Esta regra foi descontinuada com a revisão da Comissão de 1999.

Foi apenas estabelecido o princípio segundo o qual o financiamento deve ser suportado por empresas de investimento, obrigando a que a capacidade financeira destas seja proporcional às suas obrigações.

Passados alguns anos da aprovação da Directiva relativa aos Sistemas de Indemnização dos Investidores, a Comissão Europeia sentiu necessidade de realizar uma consulta pública sobre a pertinência de rever o regime instituído. Esta avaliação pretendia também analisar o modo como os Estados-membros tinham transposto o regime comunitário, avaliando as escolhas que cada um tinha realizado, o seu grau de implementação, as maiores divergências e as debilidades mais prementes do regime em cada Estado.

Para além do pedido de consulta pública, a Comissão solicitou ainda a realização de um estudo sobre a matéria<sup>27</sup>. Desta investigação resultou uma análise ao sistema de cada Estado membro, que apontou as maiores divergências dos regimes, bem como, as suas maiores debilidades<sup>28</sup>. Com o intuito de as reduzir, foram propostas três soluções no relatório<sup>29</sup>: a primeira foi a possibilidade de se proceder a uma intervenção legislativa, que foi preliminarmente rejeitada por ser considerada como uma medida de “último recurso”; a segunda, foi a sugestão da tomada de medidas pela Comissão, através da publicação de recomendações e comunicações; a última solução, e a que foi aceite, defende o incremento do diálogo entre os Estados-membros, na prática, esta medida é concretizada pela intervenção do Comité Europeu de Regulação dos Valores Mobiliários e pela Comissão Europeia de Valores Mobiliários. Na verdade, apesar da intervenção destas entidades, conclui-se que o seu papel é muito limitado, uma vez que a matéria do Sistema de Indemnização aos Investidores está interligada com diversos regimes próprios de cada

---

<sup>27</sup> Oxera, *National Investor Compensation Schemes*, Relatório preparado para a Comissão Europeia, (2005).

<sup>28</sup> Vide European Commission – *DG Internal Market and Services, Evaluation on the Investment Compensation Scheme Directive, Executive Report and Recommendations*, 10.

<sup>29</sup> Vide European Commission – *DG Internal Market and Services, Evaluation on the Investment Compensation Scheme Directive, Executive Report and Recommendations*, 11.

Estado-membro que não são facilmente regulados por entidades de supervisão europeias, pelo que a solução aprovada se encontra fortemente condicionada.

Em 2009, são vários os motivos que levam a Comissão Europeia a realizar uma nova consulta pública, sobre a mesma matéria. Em primeiro lugar, a crise financeira existente<sup>30</sup>, que afectou e afecta, de forma generalizada instituições de crédito e instituições financeiras. Por outro lado, verificava-se um movimento tendente à alteração da Directiva relativa aos Sistemas de Garantia de Depósitos<sup>31</sup> e às regras de protecção dos detentores de apólices de seguro, o que poderia levar à alteração da Directiva do Sistema de Indemnização, uma vez que se considerava que esta seria uma forma de conseguir o reforço regulamentar dos serviços financeiros da União Europeia pretendido pela Comissão. Neste ponto, é importante frisar a ligação entre a Directiva do Sistema de Indemnização aos Investidores e a Directiva relativa aos Sistemas de Garantia de Depósitos, no que respeita a medidas de protecção dos “consumidores” e aos montantes garantidos – cujo valor se pretendia igual ou aproximado – apesar de, no nosso ordenamento, se verificar uma grande disparidade dos montantes assegurados<sup>32</sup> por estes instrumentos de protecção, uma vez que actualmente o Fundo de Garantia dos Depósitos assegura uma cobertura até 100 mil euros<sup>33</sup>, enquanto o Sistema de Indemnização aos Investidores assegura uma cobertura de 25 mil euros. Esta revisão seria também em parte justificada pela alteração promovida quanto à Directiva dos Serviços de Investimento – que era completada pela Directiva do Sistema de Indemnização aos Investidores. Outro fundamento para a necessidade de revisão

---

<sup>30</sup> Que se iniciou em 2008. Vide European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank, Regulating Financial Services for Sustainable Growth*, (2010), 2, 7.

<sup>31</sup> É necessário notar que o regime do Sistema de Indemnização dos Investidores foi desenvolvido paralelamente ao do Fundo de Garantia dos Depósitos.

<sup>32</sup> Cujas constitucionalidade já foi questionada. Vide Amadeu Ferreira, *Um Código dos Instrumentos Financeiros? Algumas notas soltas*, (2011), 709.

<sup>33</sup> Que passou a ser permanente com a aprovação do DL n.º 119/2011, de 26 de Dezembro.

da Directiva era a demora dos Estados-membros em procederem ao pagamento das indemnizações devidas aos investidores e ao seu limitado âmbito de cobertura<sup>34</sup>.

Desta consulta pública resultou uma proposta de alteração da Directiva elaborada pela Comissão<sup>35</sup>. As modificações promovidas pela proposta de alteração são de seguida explanadas. Em primeiro lugar, pretende-se a alteração do art. 1º, nº 1 da Directiva de forma que as remissões aí realizadas fiquem de acordo com a Directiva 2004/39/CE<sup>36</sup>. Assim, no que respeita aos destinatários do sistema, prevê-se a inclusão da distinção entre investidores institucionais e não institucionais e a possibilidade dos sistemas excluírem os primeiros da necessidade de protecção<sup>37</sup>. Em segundo lugar, é contemplada a possibilidade dos detentores de organismos de investimento colectivo em valores mobiliários passarem a ser indemnizados pelo Sistema de Indemnização<sup>38</sup>, verificando-se, desta forma, o alargamento do âmbito de cobertura pelo sistema, uma vez que se inclui a possibilidade dos investidores serem indemnizados quando o incumprimento resulte da incapacidade de um terceiro que detém a custódia dos instrumentos financeiros<sup>39</sup>. Em terceiro lugar, no que respeita aos créditos excluídos, verifica-se a inclusão dos créditos que tenham sido obtidos com recurso a informação privilegiada ou a técnicas de manipulação de mercado<sup>40</sup>. Em quarto lugar, o montante mínimo coberto pelo Sistema aumenta para 50.000€<sup>41</sup>. Em quinto

---

<sup>34</sup> Vide European Commission, *Directive 1997/9/EC on Investor Compensation Schemes: Call for Evidence*, (2009).

<sup>35</sup> Vide European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor compensation schemes*, (2010); *Enterprise & Industry Magazine*, (June 2010); Niamh Moloney, *How to Protect Investors*, (2010), 441, 442.

<sup>36</sup> Uma vez que a Directiva do Sistema de Indemnização remetia para a Directiva relativa aos Sistemas de Investimento, que tinha sido revogada pela Directiva 2004/39/CE. Cfr. *supra*, 5.

<sup>37</sup> Cfr. *supra*, 6.

<sup>38</sup> Cfr. *supra*, 8.

<sup>39</sup> Cfr. *supra*, 7.

<sup>40</sup> Cfr. *supra*, 9.

<sup>41</sup> Cfr. *supra*, 9.

lugar, assiste-se à introdução de princípios de financiamento do Sistema de Indemnização<sup>42</sup>, sendo criado um mecanismo de contracção de empréstimos entre os diversos Sistemas como forma de financiamento destes<sup>43</sup>. Quanto à possibilidade dos investidores suportarem parte do dano resultante do incumprimento da instituição de crédito, assiste-se à sua eliminação, pelo que o Sistema passa a dar cobertura de 100% do montante indemnizável<sup>44</sup>. Como forma de reduzir o tempo que os investidores esperam para que a sua indemnização seja paga, são introduzidas novas regras relativas aos prazos de pagamento da indemnização<sup>45</sup>. Por último, é proposto um aumento quantitativo e qualitativo das informações a prestar aos investidores<sup>46</sup>.

Aquando da apresentação desta proposta, verificava-se o consenso político de quase todos os Estados-membros na sua aprovação, tendo o Parlamento Europeu defendido a proposta apresentada pela Comissão. No entanto, quando na Europa se começou a perceber que as implicações da crise económica e financeira seriam maiores do que o esperado e que os problemas de financiamento no mercado continuavam latentes, o consenso político gerado à volta destas propostas começou a dissipar-se, registando-se uma tendência no sentido de os países europeus com maior peso económico, como a Alemanha ou a França, rejeitarem esta proposta, ao passo que os países de menor relevo económico, como Portugal e Espanha, continuavam a apoiá-la. Assim, chega-se ao final de 2010 com a Comissão totalmente isolada na sua posição<sup>47</sup>, sendo que o ano de 2011 é palco de um abandono quase total dessa proposta, mesmo pela Comissão.

Neste momento, observa-se uma posição do Conselho muito fechada uma vez que, no fundo, já não pretende grandes mudanças no Sistema, mas apenas alguns ajustamentos

---

<sup>42</sup> Cfr. *supra*, 10.

<sup>43</sup> Cfr. *supra*, 11.

<sup>44</sup> Cfr. *supra*, 12.

<sup>45</sup> Cfr. *supra*, 12.

<sup>46</sup> Cfr. *supra*, 13.

<sup>47</sup> Para além do que foi já exposto, outro argumento utilizado pelos Estados-membros defensores de que esta proposta não deve seguir, baseia-se no facto dos Estados Unidos da América já terem implementado um sistema muito semelhante ao proposto pela Comissão, estando agora a seguir políticas que contrariam este movimento de alargamento de protecção dos investidores (ou dos depositantes).

que se coadunam com os interesses da indústria e dos Estados com maior relevo. Actualmente, pretende-se o abandono da possibilidade de financiamento do Sistema *ex ante*; que os mínimos estabelecidos sejam qualitativos e não quantitativos e que a Directiva estipule que os Estados-membros possam optar pelo montante coberto pelo seu Sistema num intervalo entre 30.000€ e 100.000€.

Perante estes movimentos de recuo da Comissão e do Conselho assiste-se a um movimento de reacção do Parlamento Europeu, que apresentou um conjunto de “contra-propostas”, aguardando-se, por agora, reacções da Comissão.

### **3. TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA Nº 97/9/CE PARA O DIREITO INTERNO**

O regime da Directiva nº 97/9/CE foi transposto para a ordem jurídica portuguesa pelo Decreto-Lei nº 222/99 de 22 de Junho<sup>48</sup>.

Realizada uma primeira análise ao regime instituído no ordenamento jurídico português, pode-se concluir que é muito semelhante ao prescrito na Directiva.

No que respeita aos destinatários do Sistema de Indemnização, o DL agora em análise, limita-se a dar uma definição de investidor no art. 2º, al. d), não especificando qual o “tipo” de investidor que pretende proteger. No entanto, a doutrina<sup>49</sup> tem construído uma distinção entre investidores institucionais e não institucionais<sup>50</sup>, concluindo pela necessidade de se conferir maior protecção a estes últimos<sup>51</sup>. Assim, apesar do DL não fazer menção a uma categoria de investidores que deve ser protegida, pode-se concluir que, à semelhança do que acontece na Directiva, uma vez que os objectivos prosseguidos são os mesmos, a sua

---

<sup>48</sup> Completada pelo Regulamento 2/2000 da CMVM de 21 de Janeiro de 2000, que clarifica as contribuições a prestar por cada entidade e pela Portaria 195/2000. De ora em diante designado por DL.

<sup>49</sup> José de Oliveira Ascensão, *A protecção do investidor*, (2003); José Nunes Pereira, *O Novo Código dos Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores*, (2000), 77-78; António da Cunha Reis, *Protecção dos investidores face ao Código dos Valores Mobiliários*, (2001); Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2009).

<sup>50</sup> Distinção que tem como base o disposto na Directiva nº 93/22/CEE e os arts. 30º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.

<sup>51</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre esta matéria, vide as obras *supra* citadas.

preocupação será a de proteger principalmente os investidores não institucionais. Como forma de consolidar esta posição, pode-se salientar a preocupação que o regime instituído demonstra no seu art. 14<sup>o52</sup>, no que diz respeito à informação que deve ser prestada aos investidores.

Relativamente aos sujeitos obrigados a participar no Sistema, também é notória uma forte semelhança entre os dois diplomas<sup>53</sup>.

Quanto aos créditos cobertos e aos que são excluídos pelo Sistema, pode-se afirmar que relativamente aos primeiros, tal como na Directiva, só são protegidos os que resultam de incapacidade financeira por parte da empresa de investimento<sup>54</sup>, e quanto aos segundos, verifica-se que o art. 9<sup>o</sup> do DL é coincidente com o disposto na Directiva<sup>55</sup>.

Uma nota para referir que o montante máximo coberto pelo Sistema é superior ao mínimo estipulado na Directiva, sendo de € 25.000<sup>56</sup>.

Cabe agora apreciar as decisões tomadas pelo legislador nacional nas matérias que foram deixadas pela Directiva ao critério dos Estados-membros.

Com efeito, no que respeita à forma a revestir pelo Sistema, os arts. 1<sup>o</sup> e 21<sup>o</sup> do DL estipularam a criação de uma Pessoa Colectiva de Utilidade Pública com autonomia financeira e administrativa, que funciona junto da CMVM e que por ela é fiscalizada.

Quanto ao modo de financiamento do Sistema, no art. 6<sup>o</sup> do DL, optou-se por obrigar os participantes a entregarem uma percentagem das quantias devidas aos investidores, havendo um limite anual do montante que cada participante deve entregar. Como forma de garantir que as quantias devidas aos investidores são satisfeitas, foi instituído, no art. 7<sup>o</sup> do DL, um sistema de empréstimos que podem ser contraídos pelo Sistema quando os recursos

---

<sup>52</sup> Muito semelhante ao disposto no art. 9<sup>o</sup> da Directiva.

<sup>53</sup> Vide, no DL, o quarto parágrafo do preâmbulo e os arts. 2<sup>o</sup>, al. a), 4<sup>o</sup> e 5<sup>o</sup> e na Directiva, os Considerandos 8 e 9 e o art. 1<sup>o</sup>, n.º 1.

<sup>54</sup> Vide parágrafo 2 e arts. 3<sup>o</sup> e 8<sup>o</sup> do DL.

<sup>55</sup> Vide art. 4<sup>o</sup>, n.º 2 e Anexo II da Directiva.

<sup>56</sup> Vide art. 10<sup>o</sup> do DL.

anuais se mostrem insuficientes. Como forma de garantir a contribuição dos participantes, foi prevista a possibilidade de realizar penhores de valores mobiliários<sup>57</sup>.

Por conseguinte, pode-se concluir que o DL que resultou desta actividade do legislador se limitou a concretizar uma duplicação do que estava já prescrito na Directiva, com excepção das matérias que foram deixadas à livre consideração dos Estados- membros. No entanto, pensa-se que esta foi uma atitude louvável do legislador, uma vez que desta forma não foi criada qualquer divergência com o regime pretendido a nível europeu, o que beneficiou o movimento de harmonização pretendido.

#### **4. ALTERAÇÃO LEGISLATIVA OPERADA PELO DL N.º 162/2009 DE 20 DE JULHO - ANÁLISE CRÍTICA.**

O DL n.º 162/2009 de 20 de Julho procedeu à transposição da Directiva n.º 2009/14/CE de 11 de Março que alterou a anterior Directiva relativa aos Sistemas de Garantia de Depósitos (Directiva n.º 94/19/CE).

A este propósito, entendeu o legislador que seria necessário realizar alterações em outros diplomas, sendo um deles o DL n.º 222/99. Em relação a este DL, não se registava qualquer necessidade de modificação, uma vez que a possibilidade de revisão da Directiva em 2005<sup>58</sup> foi afastada e a proposta de alteração de 2009<sup>59</sup>, ainda se encontra em discussão, pelo que o regime legal nacional não estava desactualizado nem desconforme com o previsto pelo regime europeu.

Talvez por esse motivo, teve o legislador o cuidado de, no que respeita às alterações realizadas no âmbito do Sistema de Indemnização aos Investidores, no preâmbulo do DL n.º 162/2009, esclarecer que as alterações introduzidas eram realizadas a título

---

<sup>57</sup> Vide art. 6, n.º 2 do DL.

<sup>58</sup> Vide European Commission – *DG Internal Market and Services, Evaluation on the Investment Compensation Scheme Directive, Executive Report and Recommendations*, 11; Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, (2008), 758.

<sup>59</sup> Apesar da Comissão ter promovido uma consulta pública e ter realizado uma proposta de alteração da Directiva em 2009, a realidade é que desse projecto não resultou qualquer alteração.

interpretativo – e não inovatório – tendo como objectivo a clarificação do regime legal vigente, principalmente no que respeita ao âmbito de cobertura do Sistema.

Apesar desse cuidado, a realidade é que a alteração agora em análise tem sido alvo de fortes críticas pela doutrina nacional uma vez que, como se pretende demonstrar, esta alteração não reveste carácter meramente interpretativo, peca pela indeterminação e amplitude dos conceitos introduzidos e padece de um vício de inconstitucionalidade.

#### **4.1. ÂMBITO DE COBERTURA**

Como já foi explicitado, um dos objectivos do DL n.º 162/2009 era o de clarificar quais os créditos que pertenciam ao âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização aos Investidores, pelo que foram introduzidas algumas alterações ao regime vigente.

Cabe, em primeiro lugar, apontar para a alteração introduzida no art. 3º do DL n.º 222/99, uma vez que este artigo passou a ter um segundo número. Deste, encontra-se aqui mais uma situação que pode justificar o accionamento do Sistema pelo investidor, sempre que se esteja perante “operações de investimento cujas condições contratuais estabeleçam uma garantia de reembolso de montantes determinados ou determináveis”<sup>60</sup>.

Por força desta alteração, pode-se dizer, em primeiro lugar, que o âmbito de cobertura do Sistema foi substancialmente alargado, uma vez que passou a cobrir não apenas a indemnização relativa a montantes investidos ou a valores mobiliários, mas também as garantias contratuais resultantes de um contrato de investimento celebrado entre uma entidade participante e um investidor. Para além disso, afigura-se que a expressão utilizada na nova cláusula é demasiado ampla, uma vez que parece que todas e quaisquer garantias que se traduzam num resultado passível de avaliação pecuniária contratualmente fixado, seja ele determinado ou determinável, estão cobertas pelo Sistema. Caso assim seja, parece que quando chegar o momento de aferir a quantia a indemnizar ao investidor, pelo menos a

---

<sup>60</sup> Art. 3º, n.º 2 do DL n.º 162/2009, de 20 de Julho.

totalidade do montante correspondente à garantia contratualmente assumida pelo intermediário, terá de lhe ser entregue, uma vez que este novo número do art. 3º não estabelece qualquer limitação à determinação do seu montante, sendo-lhe aplicável a regra geral de limitação da importância coberta de 25.000 €. Deste modo, ao contrário do que acontece com os restantes créditos<sup>61</sup> que o investidor possa ter sobre o intermediário financeiro, o valor relativo às garantias prestadas não terá por base de avaliação o valor de mercado mas será determinado com base nas estipulações contratuais. Por conseguinte, encontra-se aqui uma desvirtuação do Sistema, uma vez que o seu objectivo era cobrir parcialmente os montantes que os investidores tinham despendido num determinado investimento, porque se pretendia que não ficassem numa situação mais desfavorável do que aquela em que se encontravam no momento em que realizavam o investimento. O Sistema de Indemnização não tinha como objectivo compensar os investidores pelos possíveis ganhos que desse investimento pudessem advir, mas apenas “devolver-lhes”, no todo ou em parte, os montantes investidos – à semelhança do que acontece com o Sistema de Garantia dos Depósitos. Contudo, com esta alteração, o nosso legislador passou a querer compensar os investidores pelos montantes que estes poderiam ter ganho se não se verificasse a incapacidade financeira da entidade participante. Pode-se assim concluir que esta alteração transformou o Sistema de Indemnização num Sistema de compensação pelo interesse contratual positivo.

Pode-se também dizer que esta modificação permite a cobertura de riscos que, de acordo com o escopo da Directiva, não estariam cobertos pelo Sistema por fazerem parte daquele grupo de riscos que estão naturalmente relacionados com a actividade de investimento e que se entende que cabe ao investidor suportar<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> No que respeita às situações previstas pelo n.º1 do art. 3º, verifica-se uma cobertura parcial do montante a que o investidor teria direito, uma vez que o cálculo do montante a restituir é realizado, segundo o disposto no art. 10º, nº 2 do DL 222/99, com base no momento em que se verificou a incapacidade da instituição financeira, pelo que não eram comportados pelo Sistema eventuais desvalorizações de mercado. Também neste sentido, estão cfr. Sofia Nascimento Rodrigues, 128 e Eduardo Paz Ferreira/ Ana Perestrelo de Oliveira, *Os limites do sistema de indemnização dos investidores*, 2011, 80.

<sup>62</sup> Fala-se aqui principalmente dos riscos de desvalorização dos activos.

Perante este novo cenário, encontra-se um potencial aumento do risco de “*moral hazard*”. Tal conclusão pode ser justificada facilmente: quando os investidores sabem que se o intermediário financeiro não cumprir as suas obrigações, têm direito a receber não só o montante ou parte dele, dispendido no investimento, mas também, o que resultaria dos ganhos que o investimento viesse a gerar, não sentem uma necessidade tão premente de avaliar os riscos concretos que a operação de investimento que pretendem realizar comporta, nem sentem necessidade de avaliar a empresa de investimento com quem contratam, uma vez que a cobertura desses riscos está assegurada pelo Sistema.

Sem dúvida, é importante notar que esta alteração provocou um desvio ao regime europeu, por ter alargado o âmbito de cobertura do Sistema a situações que os Estados-membros não pretendiam incluir neste mecanismo, o que levou a um afastamento, por parte do ordenamento português do escopo europeu nesta matéria. Certo é que o regime instituído nos Estados-membros não é idêntico, sendo o caso do Sistema do Reino Unido o que mais se afasta dos restantes, uma vez que é o único Sistema cujo âmbito de cobertura abrange as perdas resultantes da prestação fraudulenta ou dolosa de informação sobre o investimento<sup>63</sup>. Ainda assim, os restantes Estados-membros têm um âmbito de cobertura muito semelhante ao que consta na Directiva. Por outro lado, nas discussões e propostas de alteração da Directiva nunca foi mencionada a inclusão de obrigações contratuais no âmbito de cobertura do Sistema.

Pode-se ainda concluir que, se o grupo de situações cobertas pelo Sistema aumentou, é natural que as contribuições que as empresas de investimento têm de prestar ao Sistema aumentem, o que pode traduzir-se num acréscimo das dificuldades por estas sentidas em corresponder às obrigações que lhes são impostas dada a situação económica e financeira actual.

---

<sup>63</sup> Vide Oxera, *National investor compensation schemes*, (2005), ii e 27 e Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, (2008), 744. Esta inclusão levou a que, conforme nota o autor citado, o número de pedidos de accionamento do sistema de indemnização do Reino Unido fosse o mais elevado na União Europeia.

Doutro modo, esta alteração pode levar a uma diminuição considerável do interesse de participação no nosso Sistema de Indemnização das empresas de investimento sedeadas em outros Estados-membros, uma vez que, se aumenta o âmbito de cobertura do Sistema, aumentará também, o montante das participações que as entidades participantes têm de prestar. Assim sendo, estando uma sucursal instalada em Portugal, se aumenta o montante da cobertura complementar que esta tem de prestar, provavelmente vai preferir não aderir ao Sistema português ao abrigo da possibilidade que lhe é dada pelo art. 5º do DL n.º 229/99. Esta capacidade poderá afectar tanto o Sistema de Indemnização nacional, uma vez que havendo uma diminuição do número das entidades participantes, diminui também o montante que o Sistema tem disponível para realizar o pagamento das indemnizações, como pode afectar consideravelmente a estabilidade do sistema financeiro<sup>64</sup>.

Explicitada esta alteração ao diploma legal, importa agora apontar-lhe uma dura crítica. Em primeiro lugar, é necessário assinalar que o alargamento do âmbito de cobertura levou a uma indeterminação indesejada das situações que podem conduzir ao accionamento do Sistema, e conseqüentemente à diminuição tanto da confiança dos investidores no mercado financeiro como da estabilidade do próprio sector financeiro.

Por outro lado, pode-se também dizer que o alargamento do âmbito de cobertura do Sistema, no que respeita à possibilidade de passarem a estar assegurados não só os montantes ou parte deles que foram investidos, como os montantes decorrentes de garantias contratualmente fixadas, leva a um aumento do “*moral hazard*”. Por conseguinte, vendo os investidores assegurado não só o montante que investiram como o valor que receberiam caso o investimento fosse frutífero, desde que o seu total não exceda o limite máximo a indemnizar por investidor, aqueles não sentem uma necessidade tão premente de avaliar os riscos inerentes ao investimento que estão a realizar.

---

<sup>64</sup> Uma vez que, como se pretende fomentar a confiança dos investidores e a aplicação uniforme de um regime em cada Estado-membro no que a esta matéria respeita as sucursais devem aderir ao regime do Estado de acolhimento.

Parece assim que o legislador ao querer proteger o investidor, numa atitude demasiado paternalista, acabou por descuidar a protecção do sistema financeiro, já que esta alteração pode implicar um aumento do montante das contribuições obrigatórias das entidades participantes ao Sistema, o que, atendendo ao clima económico e financeiro que se atravessa não parece razoável. Para além disso, este aumento de cobertura pode levar a que as sucursais queiram deixar de participar no nosso Sistema de Indemnização, uma vez que o montante da cobertura suplementar também terá sofrido um aumento significativo, sendo-lhes mais favorável participarem apenas no Sistema de Indemnização do Estado-membro onde estão sedeadas.

Do exposto, é possível concluir-se que esta alteração levou ao desvio do regime europeu instituído, o que pode ser criticado, em primeiro lugar, pelo facto da chegada a um consenso pelos Estados-membros em relação a esta matéria ter sido demorada e, em segundo lugar, por a harmonização desta matéria ser considerada essencial tanto para o fomento da confiança dos investidores como para a estabilidade do sector financeiro europeu. Para além disso, pode-se entender que, com esta alteração, o legislador alterou a natureza do Sistema de Indemnização, uma vez que este foi criado com o intuito de indemnizar os investidores pelos montantes, ou parte deles, que perderam em virtude da incapacidade financeira da empresa de investimento. Na verdade, o legislador tornou este mecanismo num sistema de compensação dos investidores dado que não se limita a “devolver” aos investidores parte ou a totalidade do montante investido, como também lhes dá o direito de reclamarem os montantes que iriam auferir em virtude do sucesso do investimento realizado.

Para além de tudo isso, pode dizer-se que não havia qualquer necessidade de modificar o regime legal relativo a esta matéria, pelo que a indeterminação de situações daí decorrente e a desconformidade com o regime europeu daí resultantes podem ser consideradas totalmente desnecessárias, visto que daqui não se retiram quaisquer benefícios para o Sistema. Assim, assiste-se a uma alteração do regime sem que o legislador tenha cuidado em equacionar as suas implicações, que se reflectem não apenas a nível interno mas também a nível europeu, conforme foi já explicitado. Por tudo o que foi dito, parece que as desvantagens inerentes a esta alteração são superiores aos benefícios que

eventualmente possam vir a surgir. Por conseguinte, pode concluir-se que a intervenção do legislador português foi lastimável, visto que desta alteração, cujo objectivo último não é perceptível, podem resultar consequências gravosas para o sistema financeiro português, não parecendo que a protecção do investidor se possa sobrepor à necessidade de estabilidade que o sector financeiro necessita, principalmente no momento de crise económica e financeira que se atravessa.

Ainda no que respeita ao âmbito de cobertura do Sistema, será necessário realizar uma análise das alterações sofridas pelo art. 9º do DL n.º 162/2009, que indica quais são os créditos excluídos pelo Sistema. Neste artigo encontram-se alterações na redacção de quase todas as suas alíneas<sup>65</sup> e também a introdução de duas novas alíneas<sup>66</sup>.

Cabe, desde já, apontar para o facto do DL adoptar, na al. a) do art. 9º, n.º 1, a distinção acima referida entre investidores institucionais e investidores não institucionais. Cumpre dizer que esta alteração na redacção do artigo se mostra importante, uma vez que a sua versão originária não era muito explícita quanto ao tipo de investidores a que se destinava e a quais estava interdito<sup>67</sup>.

Em relação à alteração realizada na al. c), pode dizer-se que esta se tornou mais ampla, nela cabendo mais entidades do que as referidas na versão inicial do artigo<sup>68</sup>.

No que respeita à al. d), cumpre dizer que esta é agora introduzida, sendo uma forma de desincentivar as empresas de investimento e os investidores a realizarem operações de investimento em territórios off-shore uma vez que, caso a entidade financeira deixe de ter capacidade para cumprir as suas obrigações, os investidores não vêm os seus créditos cobertos pelo Sistema de Indemnização. Esta iniciativa parece louvável, uma vez que os

---

<sup>65</sup> As als. b), e) e f) não mudaram de redacção, pese embora as duas últimas, sejam agora, respectivamente, as als. g) e h).

<sup>66</sup> Vide als. d) e j).

<sup>67</sup> Esta menção era uma alteração pretendida pela proposta de alteração da Directiva realizada pela Comissão Europeia em 2009.

<sup>68</sup> Esta adição tem também como fonte, a mencionada proposta de alteração da Directiva que, neste âmbito, tinha como objectivo conformar as remissões da Directiva do Sistema de Indemnização com as constantes na Directiva 2004/39/CE.

Estados tentam combater a realização de investimentos neste tipo de território. No entanto, a redacção coloca um problema, que consiste em provar o desconhecimento<sup>69</sup> sobre o destino do investimento por parte do investidor<sup>70</sup>.

Assiste-se também à introdução da al. j) que refere estarem excluídos “os créditos decorrentes de garantias de rendibilidade, bem como garantias de reembolso que tenham sido abusivamente acordadas”. Mais uma vez, cabe criticar a opção do legislador em utilizar conceitos indeterminados e para os quais não existe sequer, uma distinção ou um critério de distinção fixado. Com a introdução das noções “garantias de reembolso” e “garantias de rentabilidade” parece que o legislador pretendeu demonstrar que entre elas existem diferenças. O problema que se coloca é saber e definir, em que é que cada uma delas se materializa porque não se encontra uma definição do que sejam, em qualquer lugar e o legislador também não teve o cuidado de fornecer qualquer critério para que tal tarefa possa ser realizada. Deste modo, chega-se à conclusão que o legislador procede à exclusão de garantias que ninguém sabe em que consistem, o que certamente leva a grandes problemas aplicativos do DL agora em análise. Ainda no âmbito desta alínea, é necessário apontar que não são todas e quaisquer garantias de reembolso e de rentabilidade que são excluídas do âmbito de cobertura, pelo contrário, apenas as que sejam “abusivamente acordadas”. Perante este cenário, é inevitável criticar mais uma vez o legislador pela excessiva amplitude do enunciado legal, uma vez que se torna extremamente difícil determinar quais as garantias que cabem neste conceito, à excepção das que possam ser integradas na presunção de abuso criada pelo legislador.

Para além das modificações já enunciadas, atenda-se à introdução do nº 2 do art. 9º. Este novo artigo impõe o recurso aos tribunais para aferir a existência, em caso de dúvida, sobre a cobertura ou a existência do crédito do investidor, de alguma das condições que levam à exclusão da cobertura do crédito, prescrevendo que, enquanto o Sistema não for notificado da decisão do tribunal, o pagamento da indemnização é suspenso. Deste modo, conseguiu o legislador tornar o pagamento das indemnizações num processo mais

---

<sup>69</sup> Em caso de desconhecimento, o crédito que o investidor tenha sobre a empresa de investimento estará coberto.

<sup>70</sup> Como nota Paulo Câmara no texto supra citado.

demorado, uma vez que, em caso de dúvida sobre a cobertura do crédito pelo Sistema, para que este seja pago será necessária a proposição de uma acção declarativa e o proferimento da respectiva sentença judicial. Mais uma vez, encontra-se um desvio ao prescrito na Directiva, e ao pretendido pelos Estados-membros, visto que se pretende que o ressarcimento dos créditos seja realizado o mais rapidamente possível<sup>71</sup>, o que certamente não acontecerá quando se tiver de recorrer aos tribunais para avaliarem se o direito de crédito do investidor existe realmente ou não. Certo é que essa avaliação terá sempre de ser realizada, uma vez que se está perante um regime que, como foi já referido, está repleto de conceitos indeterminados e de situações de tal forma amplas que não se consegue facilmente determinar quais as situações que estão ou não cobertas. Contudo, perante um mecanismo que se pretende de rápido funcionamento, parece que a solução não poderá passar pela que foi criada pelo legislador.

Assim, como se afigura pouco razoável a criação de outra entidade que seja responsável pela avaliação da existência do crédito e como também não parece que a nomeação das entidades já existentes fosse frutífera, a sugestão que se deixa é a da criação de uma acção especial mais expedita para estas situações.

Cabe ainda analisar se a alteração legislativa reveste a natureza interpretativa declarada no seu preâmbulo ou ao invés, se está perante uma alteração legislativa inovatória<sup>72</sup>.

Uma lei interpretativa<sup>73</sup> tem como objectivo esclarecer as dúvidas que se formaram no que respeita à aplicação ou sentido de um determinado diploma legal. De acordo com a generalidade da doutrina, a lei interpretativa tem de obedecer a três requisitos: ser posterior à lei interpretada; existir uma declaração expressa, no corpo da lei ou no seu preâmbulo que determinem a natureza de lei interpretativa, ou que dela se possa extrair a presunção de que reveste essa natureza e a lei interpretativa tem de revestir forma hierarquicamente igual ou

---

<sup>71</sup> Vide art. 10º, nº 2 da Directiva.

<sup>72</sup> Neste sentido encontra-se a posição de Paulo Câmara, *O Sistema de Indemnização dos Investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, 572-573 e Eduardo Paz Ferreira/ Ana Perestrelo de Oliveira, *Os limites do sistema de indemnização dos investidores*, 77-80.

<sup>73</sup> Sobre esta matéria, José de Oliveira Ascensão, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, (2005), 561-568 e Inocêncio Galvão Telles, *Introdução ao Estudo do Direito*, vol. I, (1999), 241-245.

superior à da lei interpretada. Como consequências de atribuição do estatuto de lei interpretativa a uma lei, verifica-se que esta se integra na lei interpretada<sup>74</sup> e, por outro lado, assiste-se à aplicação retroactiva da lei interpretativa, aplicando-se a todas as situações existentes desde a promulgação da lei interpretada, excepto aquelas cujos efeitos já tenham sido produzidos pelo cumprimento das obrigações ou por sentença judicial transitada em julgado.

Tendo em conta o exposto, tanto no que respeita ao conteúdo da alteração legislativa em análise, como em relação à noção de lei interpretativa, cabe agora tomar uma posição. Em suma, está-se efectivamente perante uma lei que é posterior à lei interpretada, cujo preâmbulo a classifica como uma lei interpretativa e que se situa no mesmo grau hierárquico do que a lei que pretende interpretar. Porém, apesar de, aparentemente, esta alteração legislativa preencher todos os requisitos para revestir a natureza de lei interpretativa, conclui-se que a sua categorização como tal no preâmbulo não pode determinar a sua natureza uma vez que é também necessário atender ao seu conteúdo. Ora, depois de se demonstrar que esta alteração legislativa levou ao alargamento tanto do âmbito de cobertura do Sistema, como às situações que dele são excluídas e que alterou de tal forma o regime anteriormente vigente que se pode considerar que desembocou numa desarmonização do regime nacional face ao regime vigente na maioria dos Estados-membros, parece que não se pode concluir pela natureza interpretativa da alteração legislativa. Deste modo, conclui-se que a menção no preâmbulo do diploma relativa à natureza desta lei, foi realizada única e exclusivamente para que esta beneficiasse da retroactividade inerente a esse tipo de lei<sup>75</sup>. Com efeito, o legislador pretendeu beneficiar operações de investimento que, à luz da legislação anteriormente vigente, não seriam

---

<sup>74</sup> Conforme está disposto no art. 13º, nº 1 CC.

<sup>75</sup> Para este fenómeno já alertava Inocêncio Galvão Telles, op. cit., 242, dizendo: “A interpretação autêntica representa um instrumento arriscado nas mãos de legislador menos escrupuloso. Sob a aparência interpretativa pode introduzir um princípio novo que, no entanto, valerá como se se tratasse do significado efectivo da lei antecedente. (...) É um perigo inerente às leis interpretativas, que são, por sua própria natureza, retroactivas.”

passíveis de accionar o Sistema de Indemnização. Cabe assim concluir-se, que esta alteração legislativa não pode ser tratada como uma lei interpretativa, uma vez que foi criada deste modo para que um determinado número de situações passasse a beneficiar da cobertura do Sistema de Indemnização, e não porque se verificasse qualquer necessidade na doutrina ou na jurisprudência de aclarar o sentido interpretativo a dar à cláusula que determinava quais os créditos cobertos pelo Sistema. Deste modo, apesar do prescrito pelo preâmbulo da lei ora em análise, forçosamente conclui-se pela inadmissibilidade da sua aplicação retroactiva, devendo ser tratada como uma lei inovatória e, conseqüentemente, deve valer apenas para a aplicação futura.

#### **4.2. SISTEMA DE FINANCIAMENTO**

Para o presente estudo é também importante atentar no modo de financiamento do Sistema. Para que isso seja possível, é necessário ter em conta, primeiramente, o disposto no art. 23º, n.º 3 do DL n.º 222/99 que confere à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a faculdade de regulamentar esta matéria. Deste modo, surgiu o Regulamento n.º 2/2000 da CMVM, que tinha como principais objectivos a determinação da contribuição que cada entidade participante devia prestar ao Sistema bem como o modo de garantia dessa contribuição; a fixação do montante que cada entidade tinha de prestar para as despesas do sistema e a definição das condições e procedimentos pelos quais as empresas de investimento com sede em outros Estados participavam ou eram excluídas do sistema nacional<sup>76</sup>. Em virtude da alteração ao regime do Sistema de Indemnização aos Investidores promovida pelo DL n.º 162/2009, assiste-se também a uma alteração do regime regulamentar com a aprovação do Regulamento n.º 2/2010 da CMVM<sup>77</sup>.

Para o que importa neste capítulo, encontra-se no Regulamento a imposição às entidades participantes da assunção de uma obrigação irrevogável para com o Sistema, que consiste na entrega dos montantes necessários ao pagamento das indemnizações dos

---

<sup>76</sup> Vide preâmbulo do Regulamento.

<sup>77</sup> Vide terceiro parágrafo do preâmbulo desta alteração.

investidores em caso de accionamento do Sistema, obrigação essa que tem de ser formalizada pelas entidades participantes mediante entrega ao Sistema de declaração que a assumam<sup>78</sup>. Assim, só se verifica a obrigação de entrega de montantes pelas entidades participantes ao Sistema caso este seja accionado. No art. 9º do Regulamento, encontra-se o modo pelo qual é determinado o montante com que cada entidade deve contribuir para o Sistema se for necessário proceder à indemnização de investidores. É possível apurar que esse montante é aferido pela proporção entre o valor dos fundos ou instrumentos financeiros cobertos pelo Sistema controlados<sup>79</sup> por cada entidade e o valor dos fundos ou instrumentos financeiros cobertos pelo Sistema que sejam controlados pela totalidade das entidades participantes. O Regulamento também limita o montante máximo que cada entidade pode prestar, estabelecendo o limite de 2% da média dos valores transmitidos mais recentemente à CMVM dos fundos afectos a operações de investimento que sejam devidos pelas entidades participantes aos investidores e dos valores dos instrumentos financeiros que pertençam aos investidores e que sejam controlados pela entidade participante<sup>80</sup>. Para além disso, é imposto às entidades participantes que constituam penhor sobre instrumentos financeiros no montante de 0,5 % do valor apurado nos termos já explicitados anteriormente<sup>81</sup>, como forma de garantir ao Sistema as contribuições que lhe são devidas caso se verifique a necessidade de accionar o mecanismo de Indemnização aos Investidores.

Em relação à cobertura das despesas do Sistema, verifica-se de acordo com o art. 4º do Regulamento, que todas as entidades participantes têm de contribuir anualmente, até 15 de Janeiro, com a quantia de 2.500 €. No entanto, verifica-se também a possibilidade dos

---

<sup>78</sup> Vide art. 6º do Regulamento.

<sup>79</sup> No sentido amplo equivalente ao prescrito pelo Regulamento – “detidos, administrados ou geridos”.

<sup>80</sup> Esta limitação resulta da conjugação dos arts. 9º n.º 1, 10º, n.º 1, 3º e 2º, n.º 1.

<sup>81</sup> Vide art. 8º do Regulamento.

participantes serem dispensados pela Comissão Directiva do Sistema do pagamento dessa quantia<sup>82</sup>.

No que respeita à participação ou exclusão de entidades com sede em outros Estados, é necessário separar a análise, caso se trate de uma sucursal com sede num Estado-membro ou com sede em qualquer outro Estado.

No caso da sucursal de um Estado que não pertença à União Europeia, aplica-se o art. 12º do Regulamento, que isenta a entidade de participar no Sistema se o Estado de origem tiver um Sistema de Indemnização que possa ser considerado equivalente.

Perante uma entidade cuja sede esteja localizada num Estado-membro, as condições de participação ou de exclusão do Sistema já são determinadas pelo art. 13º do Regulamento. Assim, a entidade tem de apresentar um pedido de adesão ao Sistema que por ele é avaliado. O Sistema tem o prazo de 30 dias desde a data da recepção do pedido ou da recepção de informações complementares para notificar a entidade da decisão proferida, assim como, caso seja necessário, indicar qual a data a partir da qual a adesão produz efeitos e qual o montante do complemento de cobertura. Após esta notificação, o Sistema negocia com o país de origem da sucursal quais os procedimentos mais adequados para proceder à Indemnização de Investidores. No prazo de 20 dias desde a recepção da notificação, a entidade participante tem de proceder ao pagamento das despesas de funcionamento do Sistema assim como comunicar ao Sistema qual a pessoa que vai ser encarregue de fazer a ligação entre a entidade e o Sistema; tem de entregar a declaração em como assume uma obrigação irrevogável para com o Sistema e tem de constituir o penhor sobre valores mobiliários nos termos já descritos.

---

<sup>82</sup> É interessante notar que apenas no final do ano de 2009 é que a Comissão Directiva do Sistema optou por não isentar as entidades participantes desta contribuição para o ano de 2010, uma vez que se previa o accionamento do Sistema. Vide Relatórios de Contas do Sistema de Indemnização dos Investidores de 2009 e 2010. Textos disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

Para mais, o financiamento do Sistema é também realizado pelo produto de coimas aplicadas às entidades participantes no Sistema pelo Banco de Portugal, pela CMVM ou pelo próprio Sistema<sup>83</sup>.

Descrito o modo de financiamento do Sistema, cabe agora concluir que os montantes entregues, por força das características que revestem e das obrigações a que estão ligados, têm carácter obrigatório para as entidades participantes. Por esse motivo, e como notam Eduardo Paz Ferreira e Ana Perestrelo de Oliveira<sup>84</sup>, está-se perante a entrega compulsiva de montantes a uma entidade pública, que têm uma finalidade pública e que não são reembolsáveis nem revestem carácter sancionatório pelo que revestem a natureza de tributos públicos muito próximos da figura do imposto<sup>85</sup>.

No âmbito do presente estudo, não é relevante a análise da discussão em torno da concreta natureza das contribuições prestadas pelas entidades participantes. No entanto, a caracterização dessas contribuições como tributos públicos é necessária como ponto de partida para um problema de constitucionalidade levantado pela alteração legislativa em análise. Partindo dessa caracterização das contribuições das entidades participantes, é necessário chamar a atenção, em primeira linha, para o facto da competência para a criação e definição deste tipo de contribuições pertencer à Assembleia da República, de acordo com o disposto no art. 165º, n.º1, al. i), que é densificado pelo disposto no art. 103º, n.º 2, ambos da Constituição da República Portuguesa (CRP)<sup>86</sup>. É certo que se está perante uma matéria que reveste a natureza de competência relativa, pelo que a Assembleia da República poderá

---

<sup>83</sup> De notar que, no ano de 2010 o Sistema recebeu, em virtude da aplicação de coimas às entidades participantes, o montante de 225.000 €, tendo ainda recebido, sobre o mesmo título mas relativo a anos anteriores o montante de 384.000 €. É também interessante notar que para além do nosso ordenamento jurídico só o ordenamento jurídico francês optou por consagrar esta possibilidade de financiamento do sistema, vide Oxera, *National Investor Compensation Schemes*, (2005), 35.

<sup>84</sup> Vide texto supra citado 59 e ss.

<sup>85</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a natureza das contribuições das entidades participantes ao Sistema, vide texto supra citado e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2011), 236 e *O Sistema de Indemnização de Investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, (2010), 573 e 574.

<sup>86</sup> J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, *Constituição da República Portuguesa anotada*, Vol. I, (2007), 1087-1097.

autorizar o Governo a legislar sobre esta, de acordo com o previsto no art. 165º, n.º 1 da CRP. Neste âmbito, cumpre notar que tanto o DL n.º 222/99 como o DL n.º 162/2009 foram aprovados pelo Governo, sem que exista uma prévia autorização legislativa da Assembleia da República. Deste modo, forçosamente tem de se concluir que tais diplomas sofrem de inconstitucionalidade orgânica<sup>87</sup>.

Sublinhe-se que existem várias opiniões na doutrina portuguesa que defendem também a inconstitucionalidade material da alteração legislativa em análise. Tais posições têm duas fontes diferentes: por um lado, a posição de Paulo Câmara, que entende que esta alteração legislativa se traduz numa restrição aos direitos, liberdades e garantias constitucionalmente protegidos pelo art. 18º da CRP<sup>88</sup> que não pode ser admitida uma vez que não respeita o princípio da proporcionalidade por ser desnecessária, inadequada e desproporcionada<sup>89</sup>; por outro lado, veja-se a posição de Eduardo Paz Ferreira e Ana Perestrelo de Oliveira que defendem, para além da inconstitucionalidade orgânica de ambos os diplomas nos termos supra explicitados, a inconstitucionalidade material do DL n.º 222/99, por não respeitar o princípio constitucionalmente consagrado da tipicidade fiscal, por considerarem que as contribuições devidas pelas entidades participantes revestem a natureza de imposto, que tem como corolário a determinação legal dos elementos essenciais desse tipo de tributos públicos<sup>90</sup>. Como consequência, pode-se dizer que perante esta

---

<sup>87</sup> Eduardo Paz Ferreira/ Ana Perestrelo de Oliveira, op. cit., 75-76 e Paulo Câmara, *O Sistema de Indemnização de Investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, (2010), 573 e 574 e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2011), 236.

<sup>88</sup> J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, *Constituição da República Portuguesa anotada*, Vol. I, (2007), 379-396 e Jorge Miranda e Rui Medeiros, *Constituição da República Portuguesa anotada*, Vol. I, (2010).

<sup>89</sup> Vide Paulo Câmara, *O Sistema de Indemnização de Investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, (2010), 573 e 574 e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (2011), 236.

<sup>90</sup> Ver nota 86.

inconstitucionalidade, as entidades participantes têm o direito de não proceder ao pagamento das contribuições ao Sistema por força do disposto no art. 103º, n.º 3 da CRP<sup>91</sup>.

Por tudo quanto foi exposto, é urgente uma intervenção legislativa no sentido de expurgar os vícios de inconstitucionalidade apontados.

### **4.3. GOVERNAÇÃO DO SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO AOS INVESTIDORES**

#### **4.3.1. PREÂMBULO**

Como foi já mencionado, a Directiva n.º 97/9/CE obrigava a constituição em todos os Estados-membros de, pelo menos, um Sistema de Indemnização aos Investidores, que assegurasse a sua protecção nos termos já descritos. Acresce referir que a Directiva não impôs aos Estados-membros a constituição do Sistema sob uma determinada configuração jurídica, de modo a que estes pudessem livremente determinar qual a forma que o Sistema deveria revestir para melhor assegurar e responder aos objectivos pretendidos pela mencionada Directiva.

Tendo em conta o que é disposto nos considerandos da mencionada Directiva, facilmente se chega à conclusão que a pretensão de um regime harmonizado de protecção dos investidores tinha em vista a realização e o bom funcionamento do mercado único, numa perspectiva de estabilidade do mesmo, de modo a que a confiança no sistema financeiro europeu pudesse ser garantida. Entenderam por isso os Estados-membros que a criação de um regime de indemnização aos investidores, comum a todos, seria mais uma forma de atingir esses objectivos, conseguindo-se assim reforçar o pretendido passaporte comunitário no que respeitava aos mecanismos de protecção dos investidores.

---

<sup>91</sup> Ver nota 85 e 86.

Além disso, é também necessário ter em consideração que, por um lado, as transacções no mercado dos instrumentos financeiros se caracterizam pela sua não limitação ao território de um Estado, e por outro, entender que as empresas de investimento, ou mesmo os bancos, que pretendiam alargar a sua actividade para outros Estados-membros, provavelmente encontravam aí algumas dificuldades na implementação das suas sucursais pela diversidade de regimes vigentes.

Deste modo, compreende-se que a criação de um corpo harmonizado de normas para regular a protecção dos investidores pretendia, em primeira linha, assegurar a sua segurança quanto a investimentos realizados em qualquer Estado-membro, mas também ambicionava a realização de objectivos que em muito transcendem essa protecção. De facto, a protecção dos investidores foi vista como mais um modo de reforçar a criação de um mercado único.

No âmbito da presente análise é indispensável estabelecer aqui um paralelismo com o regime dos Sistemas de Garantia de Depósitos. Como foi já referido anteriormente, é de extrema importância ter presente que estes Sistemas de Garantia foram criados com objectivos muito semelhantes: o reforço do mercado único, a estabilidade do sistema financeiro ou bancário, conforme o caso, e também, a protecção de investidores ou depositantes.

Pode-se assim dizer que, apesar do legislador português ter decidido criar um Sistema de Garantia para os Investidores e outro para os Depositantes, solução que, conforme se verá adiante, não foi seguida por todos os Estados-membros, são Sistemas com objectivos e fundamentos idênticos, não se podendo por isso ignorar o regime estabelecido para o Sistema de Garantia de Depósitos na presente análise.

Conforme notado anteriormente, o legislador português, aquando da transposição da Directiva n.º 97/9/CE, optou, ao abrigo da margem legislativa que esta lhe dava, pela criação de uma pessoa colectiva de direito público com autonomia administrativa e financeira. Com efeito, teve de criar uma estrutura orgânica que desse vida ao Sistema criado.

Deste modo, e de acordo com o disposto no art. 15º do DL n.º 222/99, o Sistema é administrado por uma Comissão Directiva composta por um Presidente, que é designado

pelo Conselho Directivo da CMVM, e dois vogais, um que é nomeado pelo Conselho de Administração do Banco de Portugal e outro, pelo Ministro das Finanças.

Interessa aqui salientar que o Sistema de Garantia dos Depósitos foi também criado pela constituição de uma pessoa colectiva de direito público com autonomia administrativa e financeira<sup>92</sup> e que também é gerido por uma Comissão Directiva, constituída por um Presidente e dois vogais. Neste caso, o Presidente tem de ser um membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal, outro membro da Comissão Directiva é nomeado pelo Ministro das Finanças e o terceiro é designado pela associação que represente as instituições participantes no Sistema<sup>93</sup>.

Neste ponto, importa realçar a importância que estes órgãos de governação revestem, uma vez que a eles compete não só a representação dos Sistemas como ainda a sua gestão, a tomada de decisões relativas ao seu accionamento, a concessão de autorização a entidades para nele participarem e a sua exclusão, os montantes a prestar ao Sistema anualmente e a aprovação do plano de contas. Desta forma compreende-se o papel fundamental destes órgãos, uma vez que, a eles cabe assegurar a realização dos objectivos preconizados pela implementação destes Sistemas. Por um lado, são a entidade que tem de assegurar a protecção dos investidores ou dos depositantes mas, simultaneamente, têm de conseguir balançar os interesses destes com os das empresas participantes para ser possível a estabilidade do sistema financeiro. Esta só se concretiza se houver um encontro de interesses entre os sujeitos que necessitam de protecção e aqueles que a financiam.

Da análise realizada, parece ser possível afirmar que estes órgãos funcionam como uma espécie de conselho de administração de uma sociedade comercial, tomando as decisões que são necessárias para conseguir a prossecução dos fins a que os Sistemas se destinam e assegurando, por outro lado, os interesses dos sujeitos neles envolvidos. No entanto, possuem também uma maior amplitude de poderes e, para além disso, não têm um órgão, o correspondente a uma assembleia geral, que “fiscalize” a sua actuação no que respeita a decisões relativas aos sujeitos intervenientes no sistema – entidades participantes e sujeitos

---

<sup>92</sup> Conforme o disposto no art. 154º, n.º 1 do Regime Geral das Instituições de Crédito, aprovado pelo DL n.º 298/92 de 31 de Dezembro.

<sup>93</sup> Vide art. 158º, n.º 1 do DL n.º 298/92 de 31 de Dezembro.

necessitados de protecção – uma vez que a entidade responsável pela fiscalização destes órgãos é a CMVM ou o Banco de Portugal, que têm apenas como função controlar a legalidade dos actos praticados.

#### **4.3.2. DIREITO COMPARADO**

Tendo em conta que o conteúdo do presente capítulo constitui uma inovação, uma vez que o seu tema ainda não foi tratado em Portugal, faz todo o sentido, para uma análise mais completa e frutífera, recorrer-se a uma análise de direito comparado. Para além do mais, não esquecendo que o regime que resultou no nosso ordenamento tem como fonte um conjunto de normas harmonizadas pelos Estados-membros, e que esta matéria constitui parte da margem de liberdade legislativa que foi concedida aos mesmos, parece importante expor o regime que foi implementado em outros ordenamentos jurídicos. Considerando a dimensão máxima que o presente estudo pode ter, optou-se por analisar apenas três modelos de governação dos Sistemas de Indemnização aos Investidores de outros Estados: o modelo francês, o espanhol e o italiano.

#### **4.3.3. REGIME FRANCÊS**

Neste ordenamento jurídico optou-se, à semelhança do que ocorreu em Portugal, pela criação de um mecanismo de garantia para os depósitos – o *Fonds de Garantie des Dépôts* – e a criação de um mecanismo de garantia para os investimentos – o *Mécanisme de Garantie des Titres*.

No entanto, no que respeita à administração do Sistema de Garantia dos Investimentos, constata-se que esta é cometida ao *Fonds de Garantie des Dépôts*, que foi constituído sob a forma de pessoa colectiva de direito privado pela Lei n.º 99-532 de Junho de 1999. O funcionamento do *Fonds de Garantie des Dépôts* é regulado pelo *Règlement intérieur*, que foi homologado pelo Ministro da Economia, em 28 de Setembro de 2007.

Analisado esse Regulamento, verifica-se logo no seu Título I, artigo 1.1 que o mesmo se ocupa da gestão dos mecanismos de garantia de depósitos e de instrumentos financeiros,

caso se verifique incapacidade da entidade participante em restituir os montantes ou os instrumentos devidos. Percorrendo o mencionado Regulamento, constata-se que o Fundo de Garantia é constituído por um Conselho Fiscal<sup>94</sup> – o *Conseil de Surveillance* – e por um Conselho de Administração<sup>95</sup> – o *Directoire du Fonds* – que, por sua vez, procede à criação de uma Comissão Jurídica – *Comité Juridique* - e de uma Comissão de Gestão<sup>96</sup> - *Comité de Gestion*.

O *Conseil de Surveillance* é composto por doze membros que são designados pelas entidades participantes no Fundo e tem como funções o controlo permanente da sua gestão, a elaboração dos Estatutos do Fundo, a aprovação das contas e a nomeação dos auditores.

O *Directoire du Fonds* é composto por três membros nomeados pelo *Conseil de Surveillance*. Os seus membros não podem exercer, simultaneamente, funções em nenhuma das entidades participantes no Fundo nem tão pouco, receber remunerações destas. Têm também poderes para agir em nome e por conta do Fundo, dentro dos limites impostos pelo *Conseil de Surveillance*<sup>97</sup>. O *Directoire du Fonds* tem igualmente competência para constituir o *Comité Juridique*, cujas opiniões são transmitidas ao *Conseil du Surveillance*. Caso seja necessária a intervenção preventiva do Fundo, o Presidente desta Comissão é obrigatoriamente ouvido<sup>98</sup>. Finalmente, este órgão possui poderes para constituir o *Comité de Gestion de Trésourie*, composto, pelo menos, por cinco membros que são escolhidos entre os responsáveis pela gestão de tesouraria ou pela gestão dos fundos das entidades participantes<sup>99</sup>.

#### **4.3.4. REGIME ESPANHOL**

---

<sup>94</sup> Vide art. 1.3 do Regulamento.

<sup>95</sup> Vide art. 1.4 do Regulamento.

<sup>96</sup> Vide, respectivamente, artigos 2.1 e 2.2 do Título II do Regulamento.

<sup>97</sup> Vide art. 1.4,2, alínea a) do Regulamento.

<sup>98</sup> Vide art. 2.1 do Regulamento.

<sup>99</sup> Vide art. 2.2 do Regulamento.

Neste Estado-membro, o regime do Sistema de Indemnização aos Investidores foi criado pelo Real Decreto 948/2001, de 3 de Agosto sob a denominação de *Fondo de Garantia de Inversiones*. À semelhança do que acontece em Portugal, a criação e a gestão deste Sistema é independente à do Fundo de Garantia de Depósitos e aquele destina-se a reembolsar os investidores em caso de incapacidade por parte da empresa de investimento.

Este *Fondo*, ao qual todas as empresas de investimento têm de aderir, podendo, caso queiram, constituir outros Fundos, é constituído como património separado, sem personalidade jurídica, e é representado e gerido por uma sociedade gestora constituída sob a forma de sociedade anónima para esse propósito<sup>100</sup>. Quanto à estrutura orgânica da sociedade, os seus sócios são as entidades participantes no Fundo e possui um Conselho de Administração, cujos membros são designados pelos sócios, tendo, contudo, essa designação de ser previamente aprovada pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, autoridade que também supervisiona a actividade do *Fondo*<sup>101</sup>.

No que respeita às competências específicas de cada um dos órgãos do *Fondo*, o Decreto não as especifica, pelo que devem ser-lhes aplicáveis as disposições relativas a sociedades anónimas do *Código de Comercio*<sup>102</sup>. O Decreto que regula o funcionamento do *Fondo* estabelece as funções que a sociedade gestora tem, não discriminando a que órgão, ou órgãos, pertencem as decisões relativas a essas funções<sup>103</sup>.

#### **4.3.5. REGIME ITALIANO**

Neste ordenamento, foi criado, pelo art. 15 da Legge 2 gennaio 1991, n.1, o *Fondo Nazionale di Garanzia*, constituído sob a forma de pessoa colectiva de direito privado<sup>104</sup>,

---

<sup>100</sup> Vide preâmbulo e art. 2, n.º 1, 2 e 4 do Decreto.

<sup>101</sup> Vide arts. 21 e 22 do Decreto.

<sup>102</sup> Vide arts. L 225-1 e seguintes do mencionado código.

<sup>103</sup> Vide art. 20 do Decreto.

<sup>104</sup> Vide art. 1, n.º 1 do Estatuto. É interessante notar que este *Fondo* foi constituído com duração limitada, podendo a Assembleia determinar a sua manutenção após essa data – 30 de Junho de 2050.

cujas regras de funcionamento constam do respectivo Estatuto<sup>105</sup> revisto, pela última vez, em Dezembro de 2011. Tal como nos restantes Sistemas, têm de aderir ao *Fondo* todas as entidades que prestem serviços de investimento<sup>106</sup> e este tem como função indemnizar os investidores pela incapacidade da empresa de investimento em proceder à entrega dos montantes investidos<sup>107</sup>.

Na presente análise, cabe ter especialmente em conta o Título V do mencionado Estatuto, uma vez que é este que regula a sua composição orgânica. Assim, constata-se que o Sistema de Indemnização italiano tem como órgãos a Assembleia (*Assemblea*), a Comissão de Gestão (*Comitato di Gestione*), o Presidente (*Presidente*), a Comissão Sindical (*Collegio Sindicale*) e o Director (*Direttore*)<sup>108</sup>.

Quanto às competências da *Assemblea*, verifica-se que esta possui como funções: a nomeação dos membros do *Comitato di Gestione*, a sua remuneração, a determinação da repartição de custos de funcionamento do *Fondo* entre as entidades participantes, a aprovação do relatório de gestão, a determinação das modificações ao Estatuto e a deliberação no sentido da manutenção ou cessação da existência do *Fondo* quando o prazo da sua duração terminar<sup>109</sup>. Para além do mais, é importante chamar a atenção para o facto deste órgão ser exclusivamente constituído pelas entidades participantes no *Fondo*<sup>110</sup>.

O *Comitato di Gestione* tem todos os poderes para administrar o funcionamento do *Fondo*, sendo este órgão que decide sobre o acionamento do *Fondo*, a exclusão de uma entidade participante, o montante das quantias a prestar pelas entidades ao *Fondo*, entre outras<sup>111</sup>. Ele é composto por sete membros, sendo que três são representantes dos bancos aderentes ao *Fondo*, outros três, são representantes das empresas de investimento e das sociedades gestoras de activos participantes e o último representa as empresas fiduciárias,

---

<sup>105</sup> Vide art. 1, n.º 5 do Estatuto.

<sup>106</sup> Vide art. 2 do Estatuto.

<sup>107</sup> Vide art. 3 do Estatuto.

<sup>108</sup> Vide art. 20 do Estatuto.

<sup>109</sup> Vide art. 21 do Estatuto.

<sup>110</sup> Vide art. 22 do Estatuto.

<sup>111</sup> Vide art. 27 do Estatuto.

os intermediários financeiros e os agentes de câmbio<sup>112</sup>. Estes membros escolhem o Presidente e o Vice-Presidente do órgão, sendo o primeiro o representante legal do *Fondo* perante terceiros e em juízo<sup>113</sup>.

O *Collegio Sindicale* tem como função realizar o controlo financeiro do *Fondo*<sup>114</sup> e é constituído por três membros efectivos e três membros suplentes: um efectivo e um suplente que representam os bancos aderentes ao *Fondo*, um efectivo e outro suplente que representam as empresas de investimento, as sociedades de gestão de activos, as empresas fiduciárias, os intermediários financeiros e os agentes de câmbio participantes no *Fondo* e, finalmente, um efectivo e outro suplente que é designado pelo Ministro da Economia e das Finanças e que é o Presidente deste órgão<sup>115</sup>.

O *Directore* é nomeado pelo *Comitato di Gestione*<sup>116</sup>, tendo poderes para assinar em nome do *Fondo*, dentro das competências que lhe são conferidas pelo *Comitato*; é o chefe de gabinete e dos escritórios do *Fondo*, supervisionando o seu funcionamento, executa as deliberações dos órgãos estatutários e as funções que lhe são delegadas pelo *Comitato* e realiza as estimativas dos custos de funcionamento e o projecto da demonstração de resultados do *Fondo*<sup>117</sup>.

#### **4.3.6. SÍNTESE**

Do exposto, é possível concluir que nos outros Estados-membros foi adoptada uma estrutura orgânica muito mais complexa do que a que temos no nosso país. Ainda que os esquemas orgânicos sejam muito diferentes entre os vários Sistemas, encontra-se um traço comum em todos os regimes que foram agora analisados, todos os órgãos, ou pelo menos,

---

<sup>112</sup> Vide art. 23 do Estatuto.

<sup>113</sup> Vide arts. 25 e 28 do Estatuto.

<sup>114</sup> Vide art. 29, n.º 5 do Estatuto.

<sup>115</sup> Vide art. 29, n.º 1 e 3 do Estatuto.

<sup>116</sup> Vide art. 27, 1, al. g) do Estatuto.

<sup>117</sup> Vide art. 31 do Estatuto.

os que desempenham as funções mais importantes de condução e determinação da actividade dos Sistemas, são compostos por representantes das entidades participantes.

#### **4.3.7. ANÁLISE CRÍTICA**

Realizada a análise à composição dos Sistemas de Garantia, tanto nacionais como de outros Estados-membros, e realçada a importância dos órgãos de governação para o funcionamento dos mesmos, cabe agora proceder a uma análise crítica da composição da Comissão Directiva do Sistema de Indemnização aos Investidores.

Conforme foi já dito, esta Comissão é composta por três membros, um Presidente e dois vogais, que são nomeados pelo Banco de Portugal, pela CMVM e pelo Ministro das Finanças, depois de ouvidas as associações representativas dos participantes no Sistema. Neste ponto, é necessário chamar a atenção para a nomeação dos membros que constituem a Comissão Directiva do Fundo de Garantia de Depósitos, que tem o mesmo número de membros que a do Sistema, uma vez que a sua designação é realizada pelo Banco de Portugal, pelo Ministro das Finanças e por uma entidade que represente os diversos participantes no Fundo<sup>118</sup>. Assim, facilmente se observa aqui uma grande diferença entre os dois Sistemas de Garantia: no primeiro, assiste-se a uma falta total de representatividade directa das entidades participantes na gestão e administração do Sistema, ao passo que no segundo, existe uma representação directa dos participantes.

Ora, pretendendo estes mecanismos de garantia assegurar a prossecução de objectivos idênticos e considerando-se que os seus regimes devem ser desenvolvidos em paralelo, por motivos atendíveis a uma escala europeia, não se entende a razão que levou o legislador a estabelecer esta diferença no que toca à designação dos membros do órgão que assegura o funcionamento destes mecanismos.

---

<sup>118</sup> Vide art. 158.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGIC).

Para além do mais, socorrendo-se ao estabelecido em outros Estados-membros conforme foi já analisado, em regime algum se desconsiderou a participação directa e activa das entidades participantes no Sistema de Garantia.

Certo é que em Portugal não se assiste a uma participação directa e activa das entidades participantes nem no Sistema de Indemnização aos Investidores, nem no Fundo de Garantia de Depósitos, uma vez que neste último, existe apenas a nomeação de um dos membros da Comissão Directiva por uma entidade representativa dos participantes, pelo que se está perante uma participação extraordinariamente indirecta destas entidades. Em relação ao Sistema de Indemnização, é inevitável dizer que a solução escolhida pelo legislador se mostra criticável, uma vez que, aqui, nem sequer se conta com uma associação representativa das entidades participantes – o que por si já é bastante insatisfatório – a escolher um membro que integrará a administração da Comissão Directiva, existindo apenas a audição pelo Ministro das Finanças dessa associação, pelo que, em última análise, esta pode indicar alguém para ocupar o cargo mas o Ministro das Finanças pode não atender a essa indicação e nomear outra pessoa para integrar a Comissão. Caso se verifique esta última situação, encontra-se uma Comissão Directiva do Sistema de Indemnização aos Investidores que não vai ter qualquer influência das entidades participantes.

Parece que tais situações revestem condições de injustiça para com as entidades participantes no Sistema de Indemnização<sup>119</sup>, uma vez que são estas que o financiam. Parece lógico que, sendo as entidades participantes obrigadas a fazer parte do Sistema, e consequentemente a contribuir, também obrigatoriamente, para o seu funcionamento, que ao menos tenham a possibilidade de participar activa e directamente na sua administração e gestão, ou pelo menos, a hipótese de escolher alguém que as represente e que assegure a prossecução dos seus interesses, como acontece no Fundo de Garantia de Depósitos. É certo que esta última solução também não se apresenta como a melhor. O ideal seria o legislador português ter seguido os modelos de outros Estados-membros e dado às

---

<sup>119</sup> Entende-se o mesmo em relação ao Fundo de Garantia de Depósitos, apesar de neste a situação ser um pouco diferente, pelo que o “grau” de injustiça não é tão acentuado. No entanto, as soluções que defendemos para o Sistema de Indemnização aos Investidores valem também, com as necessárias adaptações para o Fundo de Garantia de Depósitos.

entidades participantes a possibilidade de integrarem de modo directo no Sistema. De qualquer forma, a solução preconizada para o Fundo de Garantia de Depósitos sempre é minimamente satisfatória.

Assim, pode dizer-se no que respeita à nomeação dos membros da Comissão Directiva do Sistema de Indemnização, que se está perante uma situação em que estes se encontram totalmente legitimados de um ponto de vista formal para exercer as funções que lhes são cometidas, uma vez que o foram de acordo com os trâmites que a lei para tal estabelece. No entanto, pode-se aqui suscitar uma total falta de legitimidade subjectiva desses membros, por se estar face a uma situação de falta total de representatividade das entidades que garantem a manutenção e funcionamento, pelo menos, no que toca à componente financeira do Sistema. Deste modo, estamos perante uma situação em que, apesar da designação dos membros da Comissão Directiva obedecer aos trâmites legais, na realidade esses membros não deveriam ter sido eleitos do modo como foram, uma vez que, na sua escolha, não houve a intervenção das entidades que legitimamente deveriam escolher os seus representantes.

Como é natural, esta situação de falta de representação das entidades participantes no Sistema tem como consequência a existência de um clima de divisão e de confronto entre os diversos sujeitos envolvidos no âmbito de actuação do Sistema que não se mostra minimamente conveniente. Em primeiro lugar, porque a verificação dessa não se afigura desejável perante um mecanismo que tem como objectivo a prossecução da estabilidade do sistema financeiro, não apenas a nível nacional como também europeu. Como consequência, também se pode apontar a diminuição da confiança entre os intervenientes no mercado de valores mobiliários e a diminuição da sua disponibilidade em negociar ou encontrar soluções em conjunto, o que também se revela desfavorável para a prossecução dos interesses tanto de uns, como de outros. Para além do mais, pode-se referir o facto de, no presente momento, se estar a atravessar um período em que seria fundamental a colaboração entre todos os intervenientes no Sistema por força da necessidade do seu acionamento. Como é de calcular, caso essa colaboração não exista, o que parece difícil perante um clima de segmentação, os procedimentos a adoptar para que se consiga a rápida resolução dos problemas que o acionamento do Sistema provoca, vão ser objecto de

conflitos, que obstam a que a compensação dos investidores seja realizada num curto espaço de tempo.

Por tudo quanto foi exposto, é inevitável uma dura crítica ao legislador, uma vez que aquando a regulação do funcionamento do Sistema não teve em consideração a representatividade ou a participação das entidades participantes. E, como foi já demonstrado, essa falha parece ser lamentável, uma vez que são as entidades participantes que garantem o funcionamento e a manutenção do Sistema, pelo que o legislador não deveria ter descurado, muito menos esquecido, na protecção dos seus interesses, que, no caso, só poderiam ser assegurados conferindo aos participantes a possibilidade de intervirem directamente no mecanismo que financiam ou então, conferindo-lhe uma representatividade bastante no mesmo.

Esta falha do legislador torna-se mais censurável uma vez que tendo oportunidade para proceder à sua correcção, não o fez. Ora, as normas relativas à estrutura orgânica do Sistema foram criadas aquando a transposição da Directiva n.º 97/9/CE, ou seja, pelo DL n.º 222/99 de 22 de Junho. Acontece que, como já se viu, nos capítulos anteriores, o legislador decidiu, com o DL n.º 162/2009 de 20 de Julho, proceder a alterações ao regime instituído para o Sistema. Essa alteração legislativa era totalmente desnecessária, não se registando qualquer benefício com a mesma. Deve-se reforçar a ideia que o legislador se limitou a preocupar-se desmesuradamente com o investidor, não conseguindo ter em conta os restantes interesses envolvidos. Se ao menos tivesse decidido alterar a composição orgânica ou o modo de designação dos membros da Comissão Directiva do Sistema, poderia ser apontada uma crítica positiva a essa alteração legislativa.

Acresce referir que, para além de todos os problemas de que o actual regime do Sistema padece, o legislador conseguiu criar mais um obstáculo a que a concretização dos objectivos pretendidos pela criação deste tipo de mecanismos fosse conseguida, uma vez que com a criação de situações em que estamos perante órgãos constituídos por membros que foram eleitos sem que se verifique a existência de legitimidade representativa na designação de, pelo menos, um dos membros, é natural que se assista a um clima de falta de confiança, de segmentação ou até de confronto entre os sujeitos envolvidos no Sistema.

Pelos motivos expostos, volta-se a reforçar a ideia já defendida da necessidade de uma alteração legislativa urgente, neste âmbito, de forma a garantir que as entidades participantes tenham um papel activo e directo na gestão e administração do Sistema que financiam. Para tal, propõe-se que o legislador olhe para os regimes que foram instituídos noutros Estados-membros e que siga nesta matéria os seus exemplos.

Mais uma vez, é forçoso concluir que o legislador português não conseguiu, com a regulação do Sistema de Indemnização aos Investidores, ter em consideração o amplo conjunto de interesses que estão em jogo com a instituição deste mecanismo. Como já se disse, procurou apenas proteger de forma excessiva os investidores, acabando por descurar de forma muito grave, a implementação de um regime que satisfaça os interesses que, como já se notou atrás, transcendem os investidores e lhes são muito superiores. Não quer isto dizer que a protecção dos investidores não seja importante, mas parece que, principalmente no momento de crise económica e financeira que se atravessa, a implementação de regimes que assegurem a tão desejada segurança e confiança nos sistemas financeiros, tanto a nível nacional como europeu, é fundamental.

## **5. CONCLUSÕES**

Como forma de finalizar o presente estudo, apresentam-se as conclusões que deste resultam.

O regime do Sistema de Indemnização aos Investidores surgiu a nível europeu por força da necessidade que os Estados-membros sentiram em harmonizar e uniformizar os regimes vigentes, com vista ao reforço da estabilidade do sistema financeiro, do passaporte comunitário e também, como modo de proteger uma categoria de pessoas, os investidores, que, à partida, mais necessitará dela. Verifica-se um paralelismo entre o regime do Sistema de Indemnização e o regime do Fundo de Garantia de Depósitos, que, prosseguem os mesmos objectivos, destinando-se apenas a sujeitos diferentes. O processo de harmonização para o Sistema de Indemnização foi bastante demorado, apesar da sua necessidade, tendo

dado resultados apenas em 1997 com a aprovação da Directiva n.º 97/9/CE de 3 de Março de 1997, relativa aos Sistemas de Indemnização dos Investidores<sup>120</sup>.

A transposição do regime europeu para a ordem jurídica portuguesa, foi operada pelo DL n.º 222/99 de 22 de Junho, que ficou muito semelhante ao que estava já regulado pela Directiva, inovando apenas quanto às matérias que tinham sido deixadas ao critério de cada Estado-membro<sup>121</sup>.

Por força da crise económica e financeira que teve início em 2007/2008, verificou-se uma quebra de confiança nos mercados e nas instituições de crédito. Estas chegaram à conclusão que a segurança nos mercados não seria resolvida pela indemnização directa dos prejuízos causados aos investidores depois das entidades financeiras não cumprirem as suas obrigações, pelo que seria necessário estabelecer mecanismos de protecção *ex ante*. Paralelamente, constataram não possuir disponibilidade financeira para satisfazer os pedidos de levantamento de todos os depósitos que tinham em sua posse. Por estes motivos, concluiu-se que os modelos de tutela dos investidores, assim como os dos depositantes, não eram suficientes para assegurar a sua protecção. Assim, surgiu em 2009/2010 uma proposta da Comissão Europeia de alteração da Directiva do Sistema de Indemnização dos Investidores<sup>122</sup>, no sentido de criar mecanismos de protecção *ex ante* e de aumentar o nível de protecção dos investidores. No entanto, com o agravamento da crise, assistiu-se a um recuo por parte da maioria dos Estados-membros na aceitação desta proposta, que entretanto foi alterada, pelo que existe um impasse quanto ao desfecho que venha a ter esta matéria a nível europeu.

Contudo, em Portugal verificou-se uma tendência apressada do nosso legislador de, logo em 2009, através do DL n.º 162/2009 de 20 de Junho, promover uma alteração ao regime do Sistema de Indemnização sob o pretexto de transpor para a ordem interna as alterações já promovidas a nível europeu para o Fundo de Garantia dos Depósitos. Neste diploma legal, encontra-se uma grande correspondência com o que consta na proposta

---

<sup>120</sup> Cfr. *supra*, 2.

<sup>121</sup> Cfr. *supra*, 3.

<sup>122</sup> Sendo que tinha sido já apresentada uma proposta de alteração da Directiva dos Fundos de Garantia dos Depósitos.

inicial de alteração da Directiva. Sobre este assunto, é impossível deixar de criticar o legislador por se ter apressado em fazer aprovar uma lei que, caso as tendências europeias se mantenham idênticas às dos dias que correm, situação que parece a mais provável, vai estar desactualizada e desconforme ao regime instituído pela Directiva<sup>123</sup>. Assim, constata-se que o legislador, ao precipitar-se, deu vida a um regime que, actualmente, não reflecte a vontade da maioria dos Estados-membros<sup>124</sup>.

Verifica-se também que esta alteração promove um alargamento substancial do âmbito de cobertura do Sistema, através do recurso a conceitos indeterminados, que levam a que uma multiplicidade de situações possam ser cobertas pelo mesmo. Como é fácil de perceber, esta modificação no elenco legal é altamente criticável, uma vez que promove insegurança jurídica quanto às situações que estão cobertas, pelo que daqui podem vir a surgir diversos problemas, suscitados principalmente, pelas entidades participantes que, por força da amplitude e indeterminação do texto legal, se podem ver obrigadas a cobrir situações com as quais não concordam ou que, à partida, não estariam no âmbito de cobertura do Sistema. Para além do mais, este alargamento do âmbito de cobertura levou a que um mecanismo de garantia, que pretendia apenas indemnizar uma categoria de sujeitos por força de incapacidade da entidade onde tinham investido, tenha passado a ser antes um mecanismo de compensação desses sujeitos, uma vez que permite que lhes sejam devolvidas não apenas as quantias ou instrumentos que perderiam com a incapacidade financeira da entidade, mas que também lhes assegura a cobertura de obrigações assumidas contratualmente, ou seja, o Sistema, por força do alargamento do âmbito de cobertura, passou a proteger expectativas de ganho dos investidores, o que parece lamentável. Neste ponto específico, há que criticar, mais uma vez, o legislador por ter demonstrado uma preocupação excessiva com a protecção dos investidores, revelando com isso, um esquecimento quase total das entidades participantes que, no fundo, são fundamentais para o funcionamento de todo o Sistema, pois são estas que o financiam.

---

<sup>123</sup> Que, repare-se, coincide com o regime defendido pelos Estados-membros com maior peso.

<sup>124</sup> Cfr. *supra*, 4.

Ainda no âmbito da utilização de conceitos indeterminados, pode-se também apontar uma crítica ao legislador por ter continuado a utilizá-los quanto aos créditos que se consideram excluídos pelo Sistema, situação essa que, apesar de diferente da acima mencionada, conduz à incerteza quanto aos créditos que não são protegidos. Neste âmbito, pode-se dizer que os sujeitos mais prejudicados com a insegurança que advém desta situação são os próprios investidores, uma vez que esta indeterminação pode levar ao atraso do pagamento das indemnizações a eles devidas por força da proposição de acções judiciais declarativas que tenham por objectivo determinar a exigibilidade da indemnização.

Verifica-se que, ao contrário do que o legislador pretendeu, não pode ser conferida eficácia retroactiva a esta alteração legislativa, uma vez que não se está perante modificações legais que pretendem esclarecer qual o sentido que determinada norma legal deve ter. Está-se sim, perante uma lei inovatória, que veio dar vida a um regime legal que amplia a cobertura de situações, que protege mais os investidores e que descarta na protecção dos interesses das entidades participantes e do próprio sistema financeiro. Neste ponto, entende-se mesmo que o DL n.º 222/99 de 22 de Junho não necessitava de qualquer esclarecimento adicional do legislador, visto que o seu conteúdo era praticamente idêntico ao da Directiva, pelo que a sua redacção não oferecia dúvidas aos seus aplicadores. No entanto, o mesmo já não pode ser dito do DL n.º 162/2009 de 20 de Julho, pois, apesar de pretensamente ter como objectivo o esclarecimento de eventuais dúvidas que sobre a matéria pudessem existir, veio complicar um Sistema que foi construído de forma simples, motivo pelo qual se arrisca dizer que, em relação a este texto legal se justificaria a promulgação de uma lei interpretativa.

Constata-se igualmente que este diploma sofre de inconstitucionalidade orgânica, uma vez que foi aprovado pelo Governo, órgão que não tem competência para legislar sobre esta matéria, ao contrário da Assembleia da República que pode ou não autorizar o Governo a legislar sobre a matéria. No entanto, nem para a transposição da Directiva para a ordem jurídica portuguesa, nem para a alteração do regime do Sistema de Indemnização, foi concedida pela Assembleia da República qualquer autorização<sup>125</sup>.

---

<sup>125</sup> Cfr. *supra*, 4.1.

Para além disso, podem ser suscitados problemas de inconstitucionalidade material por duas vias: por um lado, quanto ao DL n.º 222/99, pode-se dizer que este diploma não respeita o princípio da tipicidade fiscal, caso se considere que as contribuições das entidades participantes revestem a natureza de imposto; por outro lado, e agora quanto ao DL n.º 162/2009, pode-se levantar a questão dizendo que esta modificação legislativa implica uma restrição aos direitos, liberdades e garantias que não obedece ao princípio da proporcionalidade, sendo por isso, inconstitucional, por violação do art. 18º CRP. Deste modo, está-se perante diplomas que para além de padecerem de inconstitucionalidades graves, foram aprovados por um órgão que não tinha qualquer competência para o fazer. Por tais motivos, é imprescindível alertar para o facto de ser necessária uma alteração legislativa que corrija estes vícios<sup>126</sup>.

Da análise que foi feita ao longo deste estudo constata-se que o modelo de governação do Sistema adoptado pelo nosso legislador, logo no diploma que transpôs a Directiva, também não se mostrou feliz. A governação do Sistema é de extrema importância, uma vez que é através dela que se legitimam organicamente as actividades decisórias que justificam a sua existência e que se promove a protecção dos sujeitos aí envolvidos e se assegura a prossecução dos objectivos pretendidos pela consagração deste tipo de mecanismos<sup>127</sup>. Deste modo, entende-se inadmissível não dar às entidades participantes um papel activo na condução da actividade do Sistema, outorgando-lhes oportunidade para verem salvaguardados os seus interesses. Para além do mais, perante o mecanismo de nomeação dos membros que actualmente compõem a Comissão Directiva do Sistema, verifica-se que estes estão legitimados formalmente para exercer o cargo para que foram designados mas que lhes falta a legitimidade subjectiva, por falta de representatividade das entidades participantes. Assim e mais uma vez, o legislador é criticado por não ter tido em consideração a protecção dos sujeitos que garantem o funcionamento do Sistema, podendo desta forma pôr em causa a estabilidade do sistema financeiro e do próprio mecanismo de garantia, já que, perante tanto esquecimento, seja

---

<sup>126</sup> Cfr. *supra*, 4.2.

<sup>127</sup> Cfr. *supra*, 4.3 e 4.3.1.

natural que as entidades participantes se sintam discriminadas, o que pode gerar situações de conflito ou de cisão entre os diversos intervenientes, que não são de todo pretendidas. Pensa-se que é conveniente relembrar o paralelismo que o Sistema ora em análise tem com o regime instituído para o Fundo de Garantia de Depósitos, mencionando que neste mecanismo de protecção se salvaguarda de certo modo, os interesses das entidades que nele participam. Certo é que a solução aí estabelecida pelo legislador não é totalmente satisfatória mas, no entanto, crê-se que o mínimo de protecção dos interesses desses sujeitos se encontra aí assegurado. Assim, propõe-se que o legislador tenha em consideração as soluções que foram encontradas por outros Estados-membros para esta matéria e que altere o regime que instituiu no nosso ordenamento<sup>128</sup>.

Pelo exposto, entende-se que o regime actualmente em vigor necessita de uma alteração urgente. Para além de expurgar os vícios de inconstitucionalidade de que padece, tem de voltar a robustecer a confiança e a segurança, tanto dos investidores como das entidades participantes neste mecanismo de garantia, através da determinação clara e precisa das situações que merecem protecção e das situações que devem ser excluídas e, no fundo, que assegure a prossecução dos interesses de todos os sujeitos envolvidos de forma equilibrada, razoável e justa.

---

<sup>128</sup> Cfr. *supra*, 4.3.7.

## **6. BIBLIOGRAFIA**

ALONSO ESPINOSA, FRANCISCO JOSÉ, *Intereses del Inversor y Derecho del mercado de valores*, Revista de Derecho Mercantil, nº 208, Madrid, (1993), pág. 415-469.

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *A protecção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. IV, Coimbra, (2003).

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, (2005).

AZEVEDO, MARIA DO ROSÁRIO, *Fundos de garantia*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº11, Agosto, Lisboa (2001).

BARCELLONA, MARIO, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di Credito, n.º 31, (2009).

BEDOGNI, CARLA RABITTI, *Il Diritto del Mercato Mobiliare. Soggetti, Attività, Strumenti, Controlli*, Milano, (1998).

CACHÓN BLANCO, JOSE ENRIQUE, *El Principio Jurídico de Protección al Inversor en Valores Mobiliarios*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 55, Valladolid, (1994), pág. 635-685.

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.<sup>a</sup> edição, Coimbra, (2011).

CÂMARA, PAULO, *Sistema de Indemnização dos Investidores: âmbito de cobertura e evolução recente*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, pág. 43-62, (2011).

CÂMARA, PAULO, *Sistema de Indemnização dos Investidores: vocação típica e âmbito de cobertura*, Estudos em homenagem ao Professor Sérvulo Correia, Vol. III, pág. 557 e ss. (2010).

CHEREDNYCHENKO, OLHA O., *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, Journal of Consumer Policy, vol. 33, n.º 4, (2010), pág. 403-424.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Sistema de Indemnização dos Investidores*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 5, Agosto, Lisboa, (1999), pág. 345-385.

CANOTILHO, J.J. GOMES / VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Volume I, (2007).

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito Bancário*, 2.<sup>a</sup> edição, (2010).

DOWD, KEVIN, *Moral hazard and the Financial Crisis*, Cato Journal, vol. 29, n.º 1, (2009), pág. 147-166.

EVANS, ALICIA DAVIS, *The Investor Compensation Fund*, Universidade do Michigan, Working Paper n.º 76, (2007).

FERREIRA, EDUARDO PAZ/ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Os limites do sistema de indemnização aos investidores: âmbito de cobertura material e natureza fiscal das contribuições*, Revista de Direito das Sociedades, Vol. I, (2011).

FISCHER, JONATHAN/ JANE BEWSEY, *The Law of Investor Protection*, London, (2003).

GARCIA, GILLIAN / HANRIËTTE PRAST, *Depositor and Investor Protection in the EU and the Netherlands: A Brief History*, *The Journal of European Economic History*, Vol. 32, (2003), n.º 2.

MATA MUÑOZ, ALMUDENA DE LA, *The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision*, *European Business Organization Law Review* 11, (2010), págs. 575 - 607.

MIRANDA, JORGE / RUI MEDEIROS, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Tomo I, (2010).

MOLONEY, NIAMH, *EC Securities Regulation*, Oxford, (2008).

MOLONEY, NIAMH, *How to Protect Investors: lessons from EC and the UK*, Cambridge, (2010).

SPLINDER, GERALD, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, *Journal of Consumer Policy*, Vol. 34, n.º 3, (2011), pág. 315-336.

OXERA, *National Investor Compensation Schemes*, Relatório preparado para a Comissão Europeia (2005).

PEREIRA, JOSÉ NUNES, *O Novo Código de Valores Mobiliários e a Protecção dos Investidores*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, Abril, Lisboa, (2000), págs.77-88.

REIS, ANTÓNIO DA CUNHA, *Protecção dos investidores face ao Código de Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº11, Agosto, Lisboa, (2001).

RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, Almedina, (2001).

SÁNCHEZ ANDRÉS, ANÍBAL, *La Protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 75, Valladolid, (1999), pág. 111-130.

TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, *Introdução ao Estudo do Direito*, Volume I, (1999).

TRILLO, MAURA, *L'insolvenza degli intermediari mobiliari e la tutela dei clienti*, Banca Impresa Società, n.º 2, Agosto 2001, pág. 311-344.

STIJN VERHELST, *Addressing the Financial Crisis: the EU's Incomplete Regulatory Response*, Egmont Paper 39, (2010).