

CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

NÚMERO 37 * DEZEMBRO DE 2010

ARTIGOS

* UM BREVE CONTRIBUTO PARA A ELIMINAÇÃO DE ALGUNS
EQUÍVOCOS SOBRE *SHORT SELLING*

* PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS -
REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2009 -
SUA ANÁLISE E REFLEXÃO PARA FUTURAS MODIFICAÇÕES

* A CONTRATOS SOBRE DIVISAS (FX)
E INSTRUMENTOS FINANCEIROS

* A ESMA E A ARQUITECTURA
DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA



CMVM

CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

N.º 37

DEZEMBRO DE 2010



CMVM

ÍNDICE

EDITORIAL 05

ARTIGOS:

UM BREVE CONTRIBUTO PARA A ELIMINAÇÃO DE ALGUNS EQUÍVOCOS
SOBRE O *SHORT SELLING* 10
Carlos F. Alves

PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS - REGULAMENTO DA CMVM
N.º 1/2009 - SUA ANÁLISE E REFLEXÃO PARA FUTURAS MODIFICAÇÕES 33
Nuno Albuquerque Matos

CONTRATOS SOBRE DIVISAS (FX) E INSTRUMENTOS FINANCEIROS 56
Nuno Casal

A ESMA E A ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA 70
Catarina Dantas Machado

EDITORIAL

EDITORIAL

São apresentados quatro artigos na edição n.º 37 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários. No primeiro artigo procura-se clarificar o conceito de operações curtas nas suas diversas acepções e à luz do regime legal vigente em Portugal, bem como expor os efeitos que estas operações podem ter no funcionamento dos mercados. Os dois artigos subsequentes são de natureza jurídica e abordam questões de grande actualidade nos mercados financeiros, designadamente a comercialização de produtos financeiros complexos e a qualificação jurídica de determinados contratos sobre instrumentos financeiros negociados fora de mercado e que têm como subjacente taxas de câmbio, estes últimos usualmente tipificados como 'FOREX'. No último dos artigos, relativo a questões institucionais da regulação e supervisão, é efectuada uma análise da nova arquitectura de supervisão financeira europeia, com especial enfoque na ESMA e nas agências de *rating*.

No primeiro artigo são apresentados de forma clara os diversos conceitos de vendas curtas (*short selling*) sobre instrumentos financeiros. É feita a distinção entre duas modalidades de vendas curtas: o *covered short selling* (vendas curtas cobertas) e o *uncovered* (ou *naked*) *short selling* (vendas curtas descobertas). No *covered short selling*, o vendedor tem de ter assegurado, no momento da transacção, que tem na sua posse, obtidos por empréstimo, os valores mobiliários, ou que tem de modo incondicional assegurado o acesso a essa posse, igualmente por recurso a mecanismos de empréstimo, de modo a

que esteja em absoluto assegurada a disponibilidade dos valores mobiliários para entrega para liquidação. No que respeita ao *uncovered short selling* o Autor menciona existirem duas acepções do conceito, que diferem quanto ao momento em que se afere sobre a situação (curta ou longa) em que se encontra o vendedor. Na primeira acepção, o vendedor a descoberto não tem, no momento em que a ordem é emitida, na sua posse valores mobiliários (sejam estes da sua propriedade, sejam obtidos por empréstimo) nem tem contratos celebrados que lhe garantam o acesso ao empréstimo desses valores mobiliários, de modo a que esteja assegurada – no momento em que a venda é ordenada – a disponibilidade dos valores para entrega para liquidação. Numa segunda acepção, apenas há venda curta descoberta quando há falha de liquidação. Nesta perspectiva, a natureza descoberta ou não descoberta da venda curta afere-se no momento da liquidação e não no momento da emissão da ordem de venda. De acordo com o regime legal vigente em Portugal, o *naked short selling* na acepção estrita não constitui uma prática admissível no mercado nacional. É ainda concluído que, mesmo que tida em consideração a acepção mais lata, o regime vigente em Portugal (que limita a prática a operações intradiárias realizadas com títulos sobre instituições não financeiras) é mais próximo do *covered short selling* do que do *uncovered short selling* dado que o intermediário financeiro que aceita a ordem fica responsabilizado em última instância pela sua liquidação. O Autor refere ainda, percorrendo diversa literatura académica sobre o

EDITORIAL

tema, não ser líquido e determinístico que a realização destas operações contribua para uma maior volatilidade e descida das cotações nos mercados (e afirma, até, que as mesmas podem ter racionalidade económica mesmo quando os mercados não descem). Como bem nota, a formação dos preços resulta do encontro entre a oferta e a procura, podendo haver uma pressão vendedora nos mercados sem que tal advenha de vendas curtas. Ademais, a realização de operações sobre outros instrumentos financeiros, como por exemplo os derivados, emulam o tipo de posição assumida numa venda curta. Acresce que a literatura analisada, em regra, perspectiva as vendas curtas como um tipo de operação que contribui para aumentar a eficiência na formação dos preços nos mercados. Neste contexto, não se vislumbra, de momento, utilidade económica ou social na alteração do regime legal das vendas curtas vigente em Portugal, mesmo no que respeita às operações intradiárias. São excepcionadas, porém, as alterações que possam advir de um contexto de harmonização das regras europeias ou tomada de medidas temporárias de emergência num quadro europeu alargado, e apenas quando se tenham tais medidas como indispensáveis ao restabelecimento da confiança da generalidade dos agentes económicos nos mercados.

No segundo texto é analisado o teor do Regulamento da CMVM n.º 1/2009, o qual estabelece os deveres de informação que impendem sobre os intermediários financeiros aquando da comercialização de produtos financeiros

complexos, confrontando-se o normativo nacional com outras fontes de direito internacional. Neste enquadramento, são deixadas pistas regulatórias tendentes a uma possível alteração do referido regulamento tendo em vista aumentar a protecção dos investidores. Em primeiro lugar, sugere-se que na internalização sistemática, enquanto forma de negociação organizada, deveria ser igualmente exigida a elaboração e entrega aos investidores de um documento informativo sempre que a entidade colocadora promova activamente a plataforma onde se negociem produtos financeiros complexos. Outra das propostas de alteração normativa efectuada pelo Autor consiste em delinear um regime de protecção pós contratual, uma vez que a defesa do investidor não se deve bastar com a prestação de informação numa fase pré contratual, sugerindo-se que, em particular quando possa ocorrer perda de capital na maturidade, seja assegurada a existência de um mercado secundário que permita o desinvestimento a valores de mercado ou, até noutros casos, a eventual restrição da comercialização de alguns produtos financeiros complexos apenas junto de investidores qualificados. Finalmente, e à semelhança do que sucede noutros tipos de produtos financeiros complexos do ramo segurador, como seja o caso dos *Unit Linked*, é sugerido que seja prevista a possibilidade de ‘arrependimento’ (*cooling off period*) dos investidores num dado prazo após o acto de subscrição, permitindo assim uma melhor e maior reflexão sobre as características adstritas ao produto e da sua adequação ao perfil do investidor em concreto.

EDITORIAL

O terceiro artigo procede à qualificação jurídica, enquanto instrumentos financeiros, dos contratos que têm como subjacente taxas de câmbio, em particular os designados *tom-next rollover*, técnica negocial que dá origem aos *rolling spot forex contracts*. Esta prática traduz-se na manutenção de uma posição através de vários contratos *spot* de diversas maturidades, expondo o seu titular ao risco de variação de duas divisas. À luz das fontes normativas europeias e nacionais, designadamente a DMIF e o CódVM, e do recurso a elementos interpretativos sistemáticos e teleológicos, o Autor conclui que os *rolling spot forex contracts* são instrumentos financeiros desde que se qualifiquem como contratos derivados. Por sua vez, é referido que os contratos derivados se caracterizam por serem: (i) instrumentos financeiros e contratos que têm por referência outro bem jurídico (o subjacente), variando o valor do derivado em função do preço daquele; (ii) estruturalmente complexos, cujo valor e risco são (mais) dificilmente apreensíveis; (iii) instrumentos financeiros que pressupõem a decorrência de um período temporal superior ao tempo normal de liquidação entre a negociação e a entrega dos bens (liquidação física). Assim, os *rolling spot forex contracts* que sejam substancialmente análogos aos futuros devem ser considerados instrumentos financeiros aptos para o investimento e transferência de riscos económicos, o que é compatível com o efeito da qualificação de determinada realidade como derivado e a sua sujeição à disciplina dos instrumentos financeiros. Uma das principais consequências desta conclu-

são, além da sujeição da comercialização daqueles contratos à supervisão da CMVM, consiste na sua inclusão no leque de instrumentos cobertos pelo sistema de indemnização dos investidores e, concomitantemente, do resultante acréscimo de protecção que àqueles é conferida quando invistam neste tipo de instrumento.


O quarto e último texto tem por objecto a apresentação dos principais elementos do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros em vigor desde Janeiro de 2011, com enfoque na ESMA e na supervisão das agências de *rating*. Pretende-se dar a conhecer as principais alterações que serão introduzidas pela reforma da supervisão europeia no campo da regulação e da supervisão dos valores mobiliários (e instrumentos financeiros em geral) e mercados. Uma das lições da recente crise financeira para os supervisores foi a de que a supervisão dos mercados de valores mobiliários deve ir para além dos seus fins tradicionais, fins esses que incluem a protecção dos investidores e a defesa da transparência, da eficiência e da integridade do mercado de valores mobiliários. A questão do risco sistémico tornou-se central na actividade de supervisão financeira global, não apenas na Europa. A União Europeia reconheceu a importância do risco nos processos de regulação e supervisão dos mercados financeiros, sendo um exemplo emblemático da abordagem seguida a criação do Conselho Europeu para o Risco Sistémico. A missão deste órgão supranacional é identificar, prevenir e mitigar o risco sistémico. Foram criadas três novas autoridades europeias

EDITORIAL

com poderes de regulação e supervisão a nível europeu – a ESMA para o sector dos valores mobiliários, a EBA para o sector bancário e a EIOPA para o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. Os poderes da ESMA permitem-lhe exercer supervisão directa e exclusiva no mercado de capitais e, em casos específicos, podendo mesmo agir em substituição das autoridades competentes nacionais como a CMVM. O domínio da supervisão das agências

de *rating* é um caso de especial destaque pelo alcance das alterações introduzidas. Esta área, aliás, pode ser considerada como o balão de ensaio para um possível caminho futuro no sentido de uma ainda maior integração da supervisão europeia do sistema financeiro.

Em síntese, a diversidade e a inovação dos temas contemplados nos artigos que integram a presente edição dos Cadernos são certamente merecedores de análise e leitura atentas.



ARTIGOS

* UM BREVE CONTRIBUTO PARA A ELIMINAÇÃO DE ALGUNS EQUÍVOCOS SOBRE O *SHORT SELLING*

* PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS - REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2009 - SUA ANÁLISE E REFLEXÃO PARA FUTURAS MODIFICAÇÕES

* CONTRATOS SOBRE DIVISAS (FX) E INSTRUMENTOS FINANCEIROS

* A ESMA E A ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA

UM BREVE CONTRIBUTO PARA A ELIMINAÇÃO DE ALGUNS EQUÍVOCOS SOBRE O *SHORT SELLING*

CARLOS F. ALVES *

INTRODUÇÃO

Por estes dias muito se falou em Portugal de *short selling*¹. Jornais diários de economia e de negócios deram destaque ao tema, estações de rádio igualmente fizeram do assunto motivo de noticiário e dirigentes de empresas cotadas também se manifestaram sobre esta matéria. O tópico foi ainda objecto de comentários na *internet*. Também entre os reguladores europeus o assunto foi tema de discussão e de decisão. Primeiro foi a entidade grega a tomar medidas restritivas nesta área. De seguida foi a vez de as entidades reguladoras belga, espanhola, francesa e italiana proibirem temporariamente o *short selling* de acções emitidas por instituições financeiras, tendo a CMVM e as demais entidades congéneres optado por não alterar as regras vigentes nos mercados sujeitos à sua supervisão.

Esta não é, aliás, a primeira ocasião que esta temática extravasa a esfera de reflexão dos reguladores, académicos e profissionais do mercado de capitais passando a ocupar o interesse da opinião pública. Tal havia acontecido igual-

mente em 2008, no período mais agudo da crise financeira então desencadeada, e volta ocasionalmente ao espaço de reflexão pública sempre que os preços das acções cotadas em bolsa sofrem quedas acentuadas. Assim aconteceu uma vez mais. Agora foi a queda da cotação de alguns emitentes, em especial de bancos, e em particular dos franceses, que originou que a questão do *short selling* voltasse à actualidade.

A discussão havida em torno do tema, bem como a decisão da CMVM de não alterar as regras vigentes em Portugal, justificam este artigo. De facto, por um lado, procura-se modestamente ajudar a desfazer alguns equívocos em que por vezes se baseia a discussão desta problemática em Portugal. Por outro lado, visa-se explicar a regulamentação vigente e exprimir algumas ideias sobre a evolução que se julga desejável nesta matéria. Neste texto igualmente se dá nota dos efeitos que a literatura da especialidade tem apontado ao *short selling*, tanto no plano teórico, como no plano empírico, quer no que respeita aos efeitos da sua prática, quer no que concerne às consequências da sua proibição.

*- O Autor é Vogal do Conselho Directivo da CMVM e Professor da Faculdade de Economia da Universidade do Porto. As opiniões e ideias expressas vinculam exclusivamente o Autor. O Autor agradece os comentários de José Fazenda Martins, Manuel Monteiro, São Igreja e Victor Mendes.

1- Texto concluído em 31 de Agosto de 2011.

1. CLARIFICAÇÃO DE ALGUNS CONCEITOS

A expressão *short selling*, que, entre nós, é traduzida por *venda curta*, designa (numa primeira aproximação, que é a que muitas vezes está subjacente ao debate público do tema) a venda de valores mobiliários que não são propriedade do vendedor. O conceito, assim enunciado, é, reconheça-se, algo estranho para o comum dos cidadãos. Nesta abordagem simplista, parece que se está na presença de algo que andarรก perto do ilegal ou, no mínimo, do pouco tico. O conceito de *short selling* não se resume, porém,  ideia primária de que se está a vender o que não se possui. Basta aliás pensar que se alguém vende, alguém compra. E que quem compra quer, necessariamente, que lhe sejam entregues, na data de liquidação (isto é, na data em que é suposto que isso aconteça), os valores mobiliários objecto da transacção, e quer ficar seu legítimo proprietário. Porém, como é que isso é possível se o vendedor não os “possui”?

Para se entender o que está em causa, importa distinguir duas modalidades de *short selling*: o *covered short selling* (ou, em português, as *vendas curtas cobertas*) do *uncovered short selling* ou *naked short selling* (*vendas curtas descobertas*). Além disso é necessário que se perceba o conceito de empréstimo de valores mobiliários. É disso que tratam os próximos parágrafos.

(i) *Covered Short Selling* e Empréstimo de Valores Mobiliários

No *covered short selling*, o vendedor tem de ter assegurado, no momento da transacção, que

tem na sua posse, obtidos por empréstimo, os valores mobiliários, ou que tem de modo incondicional assegurado o acesso a essa posse, igualmente por recurso a mecanismos de empréstimo, em ordem a que esteja em absoluto assegurada a disponibilidade dos valores mobiliários para entrega para liquidação. Não é, pois, rigoroso, pelo menos na versão *covered*, dizer simplesmente que o *short selling* consiste em vender os valores mobiliários que o vendedor não possui. O rigor exige que se diga que se trata de vender valores mobiliários cuja titularidade resulta de empréstimo ou de outro contrato de efeito económico equivalente. Para garantir a liquidação da operação (inicial) de venda é, pois, necessário que alguém empreste os valores mobiliários ao *covered short seller* e que esse empréstimo tenha sido já concretizado ou a sua concretização atempada esteja já assegurada no momento da venda.

O empréstimo de valores mobiliários, por sua vez, é uma espécie de *swap* temporário da propriedade legal desses instrumentos financeiros. Quem empresta transfere a propriedade para quem toma emprestado, o qual é livre para a transmitir a um terceiro (o que faz, em regra, via venda dos valores mobiliários em mercado). O reembolso do empréstimo é efectuado através da entrega de valores mobiliários fungíveis (em regra adquiridos também em mercado²). Simultaneamente, o produto da venda inicial fica normalmente retido como colateral.³ é comumente exigida uma *sobrecolateralizao*⁴ que visa acomodar o risco de flutuação de preço, pelo que o *short seller* (isto é, aquele que vende curto e que se constitui como mutuário) 

2- O mutuário pode, evidentemente, obter os valores mobiliários por outro meio, como seja através de um outro empréstimo.

3- Evidentemente que o *short seller* pode dispor do produto da venda desde que mantenha as margens estipuladas pelo mutuante. De facto, este exige regra geral a constituição de uma determinada margem ou ratio de cobertura, respondendo todos os valores mobiliários custodiados e dinheiro depositado pelo mutuário junto do mutuante ou de um (outro) intermediário financeiro, em determinadas contas, pelas responsabilidades dos empréstimos e obrigando-se o mutuante a manter sempre determinadas margens globais, controladas pelo mutuário ou por (outro) intermediário financeiro. Esse rácio de cobertura é usualmente superior a um, pelo que se o mutuário não tiver outros meios afectos à cobertura, será retida a totalidade do produto da venda e ainda será exigida uma margem adicional.

4- Isto é, exigir rácios de cobertura superiores à unidade.

chamado a disponibilizar recursos próprios para assegurar essa garantia adicional ao mutuante. Os valores monetários que integrem a garantia são usualmente aplicados nos mercados monetários. A operação a descoberto encerra-se com a compra pelo vendedor curto dos valores mobiliários e a sua devolução a quem lhe emprestou. Além disso, é normal, de acordo com a prática contratual, o *short seller* compensar o mutuante pelo facto de este, durante o período do empréstimo, não poder usufruir dos seus direitos de accionista. Assim, o primeiro pagará ao segundo um montante idêntico ao valor dos dividendos que forem entretanto distribuídos pelo emitente. O mesmo se passa, evidentemente, com todos os demais direitos de *cash flow*, tais como o direito a receber novas acções emitidas por incorporação de reservas ou a subscrever novas acções em outros aumentos de capital. Porém, é bastante mais difícil de quantificar o valor da compensação pelo facto de o mutuante não poder exercer (se for esse o caso⁵) os seus direitos de voto nas assembleias gerais que entretanto se realizem. Por isso, há necessidade de compensações adicionais do *short seller* ao mutuante. Essas compensações também se destinam a compensar o mutuante pelos riscos em que este incorre com o empréstimo, embora como se explicitou anteriormente estes riscos sejam mitigados e controlados por força dos mecanismos de garantia e de margem que estão associados aos empréstimos para vendas curtas.⁶ Assim, o mutuário paga ao mutuante uma taxa de juro. Em muitos casos essa remuneração traduz-se na apropriação pelo mutuante de parte dos proveitos da aplicação em mercado

monetário do produto da venda e do montante da garantia adicional.

Esta compensação constitui-se numa remuneração para o mutuante. Este continua a beneficiar dos dividendos e a manter exposição à variação da cotação, obtendo ainda uma remuneração adicional. É, por isso, potencialmente atractivo para os investidores de longo prazo (em particular investidores institucionais como fundos de pensões e fundos de investimento) emprestar as acções que não tencionam vender durante o período do empréstimo, além de ser uma área de negócio de muitos bancos de investimento que emprestam valores mobiliários aos seus clientes.

(ii) *Uncovered Short Selling*

No que respeita ao *uncovered* ou *naked short selling* há duas acepções do conceito. Uma mais ampla e uma outra mais restrita. Estas acepções diferem quanto ao momento em que se afere sobre a situação (curta ou longa) em que se encontra o vendedor.

Na primeira acepção, o vendedor a descoberto não tem, no momento em que a ordem é emitida, na sua posse valores mobiliários, sejam estes da sua propriedade, sejam obtidos por empréstimo, nem tem contratos celebrados que lhe garantam o acesso ao empréstimo desses valores mobiliários, de modo a que esteja assegurada – no momento em que a venda é ordenada – a disponibilidade dos valores para entrega para liquidação. Numa segunda acepção, apenas há

5- Note-se que o mutuante e o mutuário poderão sempre acordar que este último devolverá os valores mobiliários antes da assembleia geral, o que obrigará este a proceder à sua compra em mercado ou a obter de um terceiro um outro empréstimo. Saliente-se também que em muitas situações, o vendedor curto pode manter a sua posição por um prazo longo se assim o desejar. Porém, em algumas situações pode ser forçado a ter de cobrir a sua posição (comprando os valores ou contraindo um outro empréstimo) se o mutuante desejar os valores mobiliários de volta (“*called away*”).

6- De facto, além do risco de contraparte, o mutuante assume, pelo menos, riscos operacionais (decorrentes de poderem existir erros ou falhas nos procedimentos adoptados) e riscos legais (quer de *compliance* com as regras de mercado quer de cumprimento das normas fiscais aplicáveis).

venda curta descoberta quando há falha de liquidação. Nesta perspectiva, a natureza descoberta ou não descoberta da venda curta afere-se no momento da liquidação e não, como na anterior acepção, no momento da emissão da ordem de venda. Não há unanimidade entre os reguladores quanto à acepção a considerar. Assim, enquanto a ESMA parece prefigurar a primeira acepção (mais abrangente), a SEC parece adoptar a segunda acepção (mais restrita). De facto, para a ESMA, «*short selling is generally understood to be the sale of a financial instrument the seller does not own. The seller can undertake a “covered” short sale by borrowing, before or at the time of submitting the sale order, the instruments he is due to deliver to the purchaser or a “naked” short sale in which the previous condition is not satisfied*». ⁷ Todavia, para a SEC «*in a “naked” short sale, the seller does not borrow or arrange to borrow the securities in time to make delivery to the buyer within the standard three-day settlement period*». ^{8,9}

Vejamos no que diferem, no essencial, estas duas acepções. Quando alguém emite uma ordem de venda sem deter ou ter garantido o acesso por empréstimo aos valores mobiliários

colocam-se duas possibilidades: uma é a de o vendedor ainda obter a posse desses valores mobiliários a tempo de não falhar a liquidação; a outra é a de não obter esses valores mobiliários atempadamente e, conseqüentemente, falhar a liquidação.

Começando pela primeira hipótese, uma via para obter os valores mobiliários a tempo da liquidação é proceder à sua aquisição em tempo útil. É esse o caso das transacções *intradiárias*, em que o investidor começa por realizar uma venda e ainda na mesma sessão de bolsa procede à sua aquisição. ¹⁰ Outra via é obter esses valores mobiliários por empréstimo contratado entre o momento da venda e o momento em que tenham de estar disponíveis para não falhar a liquidação. Esta última via é pouco realista em mercados que não disponham de rotinas de celebração de contratos de empréstimo em tempo útil ¹¹ ou existam outros mecanismos instituídos que garantam o acesso aos valores a tempo da liquidação. ¹² Todavia, desde que obtidos os valores mobiliários a tempo de não falhar a liquidação, não se pode considerar a venda como *curta descoberta*, se adoptado o conceito na sua acepção mais restrita, mas estar-se-á na presença de uma operação deste tipo, se adoptado o conceito na sua acepção mais abrangente.

7- Em «*Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*», p.5, CESR/10-088, March 2010, disponível em <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6487>.

8- Definição constante do documento, de Abril de 2005, «*Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO*», disponível em <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>. Em 2007, a SEC reitera que “*naked” short selling «while not defined in the federal securities laws, generally refers to selling short without having stock available for delivery and intentionally failing to deliver stock within the standard three day settlement cycle*» (em: SEC, 17 CFR PART 242, [Release No. 34-56212; File No. S7-12-06], *Amendments to Regulation SHO*, disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-56212.pdf>).

9- Sublinhados nossos, em ambas as citações.

10- A outra modalidade das transacções *intradiárias* é, obviamente, o investidor começar por comprar e proceder à alienação dos valores mobiliários na mesma sessão de mercado.

11- Obviamente que se o empréstimo já estiver antecipadamente contratualizado caímos no domínio das vendas curtas cobertas.

12- Em Portugal, a Interbolsa disponibiliza ao mercado, desde 22 de Maio de 2006, o Sistema de Gestão de Empréstimos. Trata-se de uma plataforma informática que permite aos seus utilizadores: i) registar e difundir para os participantes do sistema, informação sobre procura e oferta de valores mobiliários; confirmar as características da operação de empréstimo entre as contrapartes; ii) efectuar as respectivas liquidações (física e financeira) de abertura e fecho das operações. As acções que fazem parte do índice PSI-20 são os valores mobiliários susceptíveis de serem alvos de operações de empréstimo. Todos os intermediários financeiros filiados na Interbolsa, com excepção das sociedades corretoras, têm acesso ao serviço de empréstimo de valores mobiliários disponibilizado através deste sistema (*vide* sítio na internet da Interbolsa para mais informações).

No que respeita à segunda possibilidade, como se referiu, o *short seller* simplesmente falha a liquidação. Neste caso estar-se-á sempre na presença de uma venda curta descoberta, seja qual for a aceção adoptada.

As falhas de liquidação que sejam motivadas por vendas curtas têm, como melhor se explicitará adiante, consequências, quer patrimoniais, quer de outra índole (designadamente, contra-ordenacional). Note-se, porém, desde já, que o comprador não ficará sem os valores mobiliários. Nem, evidentemente, o *short seller* ficará com o produto da venda sem assumir a responsabilidade pela compra dos valores mobiliários necessários para liquidar a operação, podendo ser chamado a pagar o preço que for necessário para concretizar a sua compra, bem como a suportar todos os demais encargos.¹³

Saliente-se, por fim, que para efeitos deste documento, excepto quando expressamente referido o contrário, adoptaremos a definição mais ampla, considerando por isso que o momento da aferição da natureza curta ou longa da venda é o momento da emissão da ordem. Assim, considerar-se-á que há uma venda curta descoberta quando alguém emite uma ordem de venda sem, nesse momento, ter na sua posse os valores mobiliários em causa ou ter garantido o acesso ao empréstimo desses valores mobiliários, de modo a que esteja assegurada a sua disponibilidade para entrega para liquidação.

2. SOBRE O REGIME DE *SHORT SELLING* E DE FALHAS DE LIQUIDAÇÃO VIGENTE EM PORTUGAL

(i) Sobre o Regime de *Short Selling*

Em 25 de Setembro de 2008, a CMVM emitiu um parecer genérico sobre *short selling*, com o qual veio clarificar o seu entendimento sobre o regime legal vigente em Portugal para este tipo de operações. Aí a CMVM esclareceu que por venda curta entende «a operação de venda em que o ordenador obteve os instrumentos financeiros alienados por via de empréstimo ou por qualquer outro negócio jurídico que lhe atribua uma titularidade temporária e o constitua numa obrigação de restituição desses instrumentos».¹⁴ A CMVM acrescenta ainda que «caso o ordenador não mostre ao intermediário financeiro, aquando da recepção da ordem de venda curta, que dispõe dos instrumentos financeiros necessários para a liquidação, por empréstimo ou outro meio equivalente, carece de legitimidade para a operação, pelo que a ordem deve ser recusada pelo intermediário financeiro». Parece, pois, que a lei portuguesa restringe o seu conceito de venda curta ao conceito de *covered short selling* e que entende de modo inequívoco que os intermediários financeiros devem recusar ordens de vendas curtas não cobertas.

13- Em sistemas de liquidação e de compensação que funcionam com contraparte central é eliminado o risco de falha definitiva de liquidação dado que essa contraparte central assume a responsabilidade última pela entrega dos valores ao comprador. É o que se passa com as operações realizadas na Euronext Lisbon, dado que a LCH.Clearnet, SA, assume as funções de câmara de compensação e de contraparte central.

14- Parecer disponível em www.cmvm.pt/cmvm/recomendacao/pareceres.

A legislação abre, porém, uma excepção ao permitir que o intermediário financeiro aceite uma ordem quando o cliente não faça prova da disponibilidade dos instrumentos financeiros a alienar (art. 326, 2 a) do CdVM). Tal significa que se o intermediário financeiro aceitar tal ordem terá de, em concomitância, garantir a operação. Nesse sentido, o ponto 4 do parecer da CMVM expressa que existe «*legitimidade para a operação se o intermediário financeiro receptor da ordem garantir a liquidação da venda dos instrumentos financeiros, por conta do ordenador, ou outro intermediário financeiro comprovadamente assumir essa garantia de cobertura específica*». Isto é, o intermediário financeiro pode aceitar e executar ordens sem que o ordenador lhe mostre, aquando da recepção da ordem de venda curta, que dispõe dos instrumentos financeiros necessários para a liquidação, por empréstimo ou outro meio equivalente. Nestes casos, todavia, o próprio intermediário financeiro, se outro intermediário financeiro não o tiver feito, assume a responsabilidade pela liquidação da ordem. O regime vigente em Portugal não se basta, porém, com esta assumpção de responsabilidades pelos intermediários financeiros. Igualmente se exige¹⁵ que (i) até ao final da sessão a que respeita a ordem de venda curta, o ordenador obtenha os instrumentos financeiros objecto da venda e que (ii) os intermediários financeiros assegurem no mesmo prazo a disponibilidade dos instrumentos para a liquidação, se o ordenador não os obtiver.

O regime vigente em Portugal permite, pois, o *covered short selling* e não permite, inequivocamente, o *uncovered short selling*, se considerada a aceção mais estrita do conceito. Se considerada a aceção mais abrangente do conceito, isto é, quando se considera que o momento para aferição do carácter curto ou longo da venda é o momento da emissão da ordem (e não o momento da liquidação), poderia entender-se que, em operações intradiárias, e exclusivamente nestas, é permitido o *uncovered short selling*. Não é, porém, o caso, já que se trata de um aparente *uncovered short selling*, na medida em que os requisitos impostos pela lei tornam estas operações, na substância, mais próximas do conceito de *covered short selling* do que do conceito de *uncovered short selling*.

De facto, o regime vigente não se limita a permitir que os investidores comecem por vender (o que não possuem) para em seguida, dentro da mesma sessão de bolsa, procederem à sua compra (ou obter o seu empréstimo), ou obtenham os títulos por outra via,¹⁶ de modo a não falhar a liquidação (o que seria suficiente para excluir estas operações do conceito mais restrito de vendas curtas descobertas). A legislação, na interpretação da CMVM, exige muito mais do que isso. De facto, não só exige que os *short sellers* obtenham durante a mesma sessão de bolsa os valores mobiliários objecto da venda, como igualmente exige que os intermediários financeiros o façam caso tal não seja feito pelo ordenador e responsabiliza, em última instância,

15- Vide Ponto 4 do referido Parecer.

16- Note-se que é possível não falhar a liquidação, mesmo que os valores não sejam adquiridos até ao final da sessão de bolsa. De facto, a Interbolsa, além do Sistema de Liquidação em Tempo Real (que processa continuamente operações relacionadas com a liquidação de operações realizadas) disponibiliza o Sistema de Liquidação Geral que diariamente realiza três procedimentos gerais (dois diurnos e um nocturno). Além disso, a Interbolsa proporciona, como referido, um Sistema de Gestão de Empréstimos. Não obstante isso, reitera-se que, nos termos da lei portuguesa, o ordenador terá de obter os instrumentos financeiros objecto da venda até ao final da sessão a que respeita a ordem de venda curta.

o intermediário financeiro que aceitou a ordem pela liquidação da operação. Trata-se, pois, reitere-se, de aparentes vendas curtas descobertas dado que se está muito longe de um regime que simplesmente permita que se façam vendas curtas intradiárias ou que simplesmente permita que se façam vendas curtas falhando a liquidação. As vendas curtas intradiárias permitidas são, pois, em suma, muito mais próximas do conceito de *covered short selling* do que do conceito de *uncovered short selling*, dado que ao responsabilizar, em última instância, os intermediários financeiros pela boa liquidação das operações obriga a que estes se constituam, em caso de falha dos seus clientes, em “mutuantes” destes. Ainda assim, em 22 de Setembro de 2008 (Instrução da CMVM nº 2/2008), a CMVM proibiu o (aparente *uncovered*) *short selling* em operações intradiárias sobre as instituições financeiras cotadas nos mercados sujeitos à sua supervisão.¹⁷

(ii) Sobre o Regime de Falhas de Liquidação

É, pois, claro que o regime vigente em Portugal não contempla vendas curtas que se materializem em falhas de liquidação. Se dúvidas existissem sobre essa matéria, elas desapareceriam com o art. 279.º, nº 1 do CdVM, que estipula que os participantes colocam à disposição do sistema de liquidação, no prazo estabelecido nas regras do sistema, os valores mobiliários, no caso do vendedor, e o dinheiro, no caso do comprador, necessários à boa liquidação das operações. Acresce que, de acordo com as

regras de funcionamento do sistema de liquidação, a data de liquidação é o terceiro dia após a data da realização da transacção (t+3).¹⁸ Donde, não colocar à disposição do sistema de liquidação os valores mobiliários (como aconteceria numa venda curta descoberta na acepção mais estrita do conceito) é, inequivocamente, uma infracção à referida regra.

Podem existir falhas de liquidação devidas a erros humanos ou tecnológicos que dêem origem a atrasos nas transferências dos valores mobiliários. Estas falhas não podem ser confundidas com as vendas a descoberto. Nos primeiros casos, não há necessariamente (embora possa existir) um incumprimento doloso do art. 279.º, nº 1 do CdVM, dado que o lapso operacional que motiva a falha pode ser (justificável e) dever-se meramente a comportamento negligente. No caso das vendas curtas a descoberto que (sejam feitas em incumprimento das regras vigentes) há necessariamente um incumprimento doloso daquela disposição legal.

Esse incumprimento, além das consequências contra-ordenacionais daí resultantes (infracção que constitui contra-ordenação muito grave nos termos do art. 396.º, nº 1, alínea d) do CdVM) e das penalizações impostas pelo próprio sistema de liquidação às falhas registadas pelos seus membros, igualmente tem consequências patrimoniais. De facto, a falta de entrega de valores mobiliários na data de liquidação pode (se não forem entretanto entregues os valores mobiliários) gerar uma ordem de recompra cujo risco e

17- Decisão que a CMVM tomou, após contactos com os seus parceiros membros do Colégio de Reguladores da Euronext, tendo em consideração as «*circunstâncias de instabilidade dos mercados e a necessidade de intervenção regulatória no sentido de garantir a respectiva integridade e de prevenir situações de arbitragem regulatória*», e visando estabelecer «*uma maior harmonização com as medidas de cariz extraordinário sobre vendas curtas*» que estavam a ser adoptadas nas demais jurisdições europeias» (Citações do Preâmbulo da Instrução da CMVM nº 2/2008).

18- Os investidores devem, pois, completar a liquidação da sua transacção no prazo de três dias úteis. T+3 significa que quando o investidor compra uma acção deve pagá-la através do seu intermediário financeiro, de modo a que o dinheiro chegue à conta do vendedor não mais tarde do que três sessões de bolsa após a transacção. Da mesma forma que quando alguém vende uma acção deve entregá-la (através do seu intermediário financeiro) de modo a que o comprador a receba (via competente registo em conta) não mais tarde do que três sessões de bolsa após a transacção.

despesas são suportadas pelo membro faltoso. Actualmente, as regras de funcionamento do sistema de liquidação que suporta as transacções da Euronext determinam que essa recompra automática (*buy in*) se efectua em t+11. Este aspecto merece ponderação, pelo que se voltará ao tema.

(iii) Regime de Divulgação de Vendas e Posições Curtas

Para perceber integralmente o regime de *short selling* vigente em Portugal importa ainda conhecer as regras vigentes de divulgação de informação, quer ao supervisor, quer ao mercado. O Regulamento da CMVM n.º 4/2010, de 24 de Julho, relativo a deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre acções, institui as regras relativas a um regime europeu de transparência sobre posições curtas relativas a acções que foram acordadas no âmbito do então denominado Comité Europeu de Reguladores e Supervisores (CESR)^{19,20}. No que respeita a comunicação ao supervisor, o regulamento estipula que «*as entidades que detenham, ou tenham a gestão, de interesses a descoberto*²¹ *relevantes sobre acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou negociadas em sistema de negociação multilateral situados ou a funcionar em Portugal, comunicam à CMVM: a) a constituição do interesse a*

descoberto; b) os incrementos e diminuições desse interesse, iguais ou superiores a 0,1% do capital social da sociedade emitente; c) a cessação desse interesse a descoberto» (artigo 4º, nº1). Em termos de divulgação de informação ao mercado, este regime estipula que «*as entidades que detenham ou tenham a gestão de interesses a descoberto relevantes iguais ou superiores a 0,5% do capital social da sociedade emitente de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou negociadas em sistema de negociação multilateral situados ou a funcionar em Portugal, comunicam a constituição ou cessação dessa posição à CMVM e à sociedade emitente, com vista à sua divulgação por esta ao mercado*» (artigo 5º, nº1). Acresce ainda que «*são também comunicadas à CMVM e à sociedade emitente, com vista à divulgação por esta ao mercado, os incrementos e diminuições em 0,1% do capital social que sofra um interesse a descoberto relevante comunicado nos termos do número anterior*» (artigo 5º, nº2). Todas as comunicações previstas no número anterior são feitas no prazo de um dia de negociação contado da data da ocorrência do facto constitutivo ou do seu conhecimento.

As vendas podem, pois, ser *curtas*, mas não podem ser *secretas*, pelo menos para o regulador (e, em particular, para o português), e a partir de determinada dimensão para o próprio mercado.^{22,23}

19- O CESR foi entretanto extinto na sequência da criação da Autoridade Europeia dos Mercados de Valores Mobiliários (ESMA).

20- Entre nós, o regime de transparência sobre interesses a descoberto relevantes é já anterior e remonta a 2008, com o Regulamento da CMVM n.º 4/2008, alterado e revogado pelo citado Regulamento n.º 4/2010.

21- Os interesses a descoberto incluem todas as situações em que o investidor beneficia com a queda de cotação do valor mobiliário em causa e não apenas as vendas curtas.

22- A CMVM foi dos primeiros reguladores europeus a adoptar este regime de transparência, enquanto que algumas das suas congéneres, incluindo parte das que tomaram medidas de proibição temporária do *short selling*, ainda recentemente não o tinham adoptado. Parece, pois, poder concluir-se uma vez mais que a transparência é essencial para gerar confiança dos agentes económicos que por sua vez é um pilar essencial do funcionamento dos mercados.

23- Para consultar as comunicações feitas ao mercado ver: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/interesses.cfm>.

3. CONTRIBUTO PARA A ELIMINAÇÃO DE ALGUNS EQUÍVOCOS

Neste ponto procura-se contribuir para a eliminação de alguns equívocos (ou mesmo mitos) que por vezes surgem nas discussões da temática do *short selling* entre a opinião pública, bem como explicitar alguns dos efeitos que a literatura económica e financeira tem apontado a este tipo de transacções.

(i) (Também no *Short Selling*) Não Há Almoços Grátis

Um primeiro equívoco que surge associado às vendas curtas é a ideia de que se trata de operações isentas de risco. Nada mais falso do que isso. As vendas curtas só proporcionam ganho se o preço do valor mobiliário descer o suficiente de modo a que quando o *short seller* procede à sua compra (para liquidação do empréstimo) o faz a um preço suficientemente mais baixo do que o preço a que procedeu à sua alienação inicial. Esse preço tem de ser mais baixo o bastante para que sejam compensados todos os custos incorridos e obtido lucro. Porém, os preços dos activos financeiros seguem aquilo a que os economistas chamam passeios aleatórios. A direcção (subida ou descida) da evolução do preço dos valores mobiliários não é, pois, conhecida à partida (nem do *short seller*, nem de ninguém). Donde, nenhuma garantia existe de que a expectativa do *short seller* (de que o preço descera) se concretiza. Pode acontecer o contrário e nesse caso ele sofrerá as correspondentes perdas. Note-se, aliás, que ao contrário de quem especula longo (comprando o activo),

quem especula curto como o *short seller* não tem limite para as perdas em que pode incorrer. De facto, enquanto que no primeiro caso a perda máxima é o montante investido (pois os preços não podem descer abaixo de zero), neste outro caso não há limite para a perda dado que não há limite para a subida dos preços.²⁴

Se dúvidas existissem sobre os riscos incorridos, o mês de Outubro de 2008 proporcionou um caso que será por muitos anos recordado como exemplo paradigmático do quão grandiosas podem ser as perdas em que os *short sellers* podem incorrer. O preço das acções da Volkswagen subiu de cerca de €200 no dia 26 para atingir €1005 no dia 28 daquele mês. Estima-se que os *short sellers* tenham incorrido em perdas de entre os €30 mil milhões e os €40 mil milhões.²⁵ Os ganhos foram percebidos pelos detentores de posições longas no valor mobiliário, particularmente a Porsche. A razão repentina para a subida de cotação desta acção foi o anúncio feito pela Porsche – que era já accionista da Volkswagen com uma posição conhecida de 43% dos direitos de voto – de que tinha celebrado contratos de derivados envolvendo mais 32% das acções emitidas. Atendendo a que, para se protegerem dos riscos respectivos, as contrapartes da Porsche nestes negócios teriam de possuir essas acções, e a que uma parte significativa das acções remanescentes estava nas mãos do sector público alemão e de fundos que seguem índices de cotações (em ambos os casos entidades não predispostas à sua venda), tal significou que a oferta disponível para que os *short sellers* pudessem compensar as suas posições curtas era muito curta (e seguramente) e muito mais exígua do que o esperado.

24- Embora, em condições normais de liquidez, uma estratégia de *stop-loss* possa limitar este risco.

25- Vide artigo «*Sequezy Money*» do Financial Times de 30 Outubro de 2008.

É claro que este exemplo tem características peculiares.^{26,27} Porém, basta olhar para um gráfico com um qualquer índice de cotações para se perceber que o caminho não é sempre a subir, nem sempre a descer²⁸. Aliás, é suficiente recuar a 2008, altura em que ocorreu este episódio, e recordar que eram então poucos aqueles que esperariam que os mercados accionistas viessem a recuperar da forma que o fizeram em 2009 e 2010.²⁹ Não há, pois, almoços grátis nas vendas a descoberto. Eventuais ganhos recompensam um risco: o risco de subida do preço. Também não há almoços grátis quando se assumem posições longas. Aqui é o risco de descida de preço que tem de ser recompensado.

Note-se, por fim, que o risco de preço não é o único risco assumido pelos *short sellers*. O risco de reinvestimento (dado que, como explicado anteriormente, os montantes monetários das garantias são por regra aplicados durante o período em que a venda curta se mantém aberta) e o correspondente risco de contraparte, bem como (tal como acontece com os mutuantes dos valores mobiliários) os riscos operacionais e legais igualmente são assumidos por estes agentes.

(ii) O *Short Selling* Causa o Desequilíbrio e a Volatilidade dos Mercados?

Um outro equívoco frequente é o de que o *short selling* acaba com o passeio aleatório dos

preços dos valores mobiliários, dado que as vendas curtas originam (necessariamente) quedas de cotação que levam a que (voltando à tese de que há almoços grátis) o vendedor curto (necessariamente) obtenha lucros.

Os fundamentos básicos da economia mostram-nos que, num mercado livre, o preço resulta do encontro entre a procura e a oferta, e que, por isso, tudo o resto constante, os preços sobem quando a procura aumenta e descem quando a oferta aumenta. Quer isto dizer que, tudo o resto constante, o preço cai se aumentar o número de agentes económicos dispostos a vender. Porém, assim sucede, quer estes sejam vendedores curtos, quer sejam *vendedores longos* (isto é, quer estejam a vender valores mobiliários obtidos por empréstimo ou valores mobiliários de que são plenos proprietários).

Note-se, porém, que para que uma *venda longa* seja possível basta que haja um outro agente económico com expectativa contrária da do vendedor. Nestes casos, o vendedor vende porque não espera um desempenho favorável do activo, mas o comprador necessariamente tem uma perspectiva diversa.³⁰ Exige-se, pois, que por cada agente com perspectivas negativas haja um com perspectivas positivas.

A situação é distinta no caso da especulação com vendas curtas. Com efeito, o *short seller* e

26- Na verdade, trata-se de uma situação conhecida por «*short squeeze*». Tal ocorre quando os preços de um valor mobiliário sobem rápida e substancialmente, forçando os *short sellers* a cobrir as suas posições de forma súbita. Como aconteceu neste exemplo, essa subida é em geral provocada por força de actos dos emitentes ou de outros agentes económicos que provocam a redução do número de acções disponíveis para venda.

27- Embora peculiares, as situações de subida repentina por alteração substancial das condições de funcionamento dos mercados não são tão incomuns que o respectivo risco possa ser negligenciado. Pense-se, por exemplo, no efeito imediato do lançamento de uma oferta pública de aquisição sobre a cotação da sociedade visada.

28- Pelo contrário, se olharmos para uma série longa, constatamos que na maior parte do tempo os índices têm seguido trajectórias ascendentes.

29- Por exemplo, o Índice Accionista Mundial da Morgan Stanley Capital Internacional, que registou uma quebra de 42,1% em 2008, subiu 27,0% em 2009 e 9,6% em 2010. Não seriam certamente muitos os que esperariam esta evolução, no auge da crise de 2008.

30- Evidentemente que não se ignora que possam existir compras e vendas motivadas por outras razões que não a expectativa quanto ao desempenho futuro do valor mobiliário. Por exemplo, as vendas podem ser motivadas por necessidades de liquidez, e não pela convicção de que a evolução futura do título não será positiva.

o mutuante que lhe empresta os títulos têm perspectivas diferentes. O *short seller* espera que o valor mobiliário venha a perder valor, enquanto o mutuante necessariamente espera que a evolução seja a contrária, não só a longo prazo, mas também a curto prazo dado que em vez do empréstimo teria sempre a possibilidade de ele próprio vender o valor mobiliário no imediato e proceder à sua compra subsequente.³¹ É, pois, caso para dizer que, em cada venda curta, há um agente económico com a expectativa de que o preço das acções irá diminuir (o *short seller*) e dois agentes económicos com a expectativa contrária (um é o mutuante e o outro é o comprador).

A literatura económica e financeira é, aliás, inequívoca a suportar a ideia de que o *covered short selling* contribui para uma maior eficiência do processo de formação de preços. Aqui se incluem, quer estudos dos anos 70 e 80 (Miller, 1977; Harrison e Kreps, 1978; Diamond e Verrechia, 1987), que sustentaram a ideia de que restrições a este tipo de operações constroem a velocidade de ajustamento dos preços a nova informação (e, conseqüentemente, o grau de eficiência do mercado), quer estudos mais recentes (Abreu e Brunnermeier, 2002, 2003; Scheinkman e Xiong, 2003; Hong e Stein, 2003; e Bris et al., 2007) que sustentaram que aquele tipo de restrições tornam os mercados mais voláteis e aumentam a probabilidade de se registarem bolhas especulativas.

O papel desempenhado pelos *short sellers* no ajustamento de preços em empresas que a generalidade dos analistas considera um caso de sucesso, mas que espíritos mais críticos conside-

ram ter um preço não compatível com o seu valor fundamental (lutando contra a corrente³² e, frequentemente, enfrentando a hostilidade da equipa de gestão das empresas), é reconhecido nos próprios órgãos de comunicação da especialidade. Assim, por exemplo, no Financial Times, de 23 de Julho de 2008, pela pena de Brewster e Hughes, pode ler-se: «*short-sellers are often the canaries in the mine. Both Enron and Tyco were favoured by short-sellers long before the accounting irregularities at each became public. However, their view that a company's shares will decline puts them in a naturally adversarial position towards company management. They are invested in the decline of the company, not its success. This is troubling to many long investors and enraging to executives at the companies being targeted*».

É, aliás, relativamente intuitiva a ideia de que o *covered short selling* contribui para uma maior eficiência do processo de formação de preços. De facto, impor restrições a este tipo de prática implica excluir do mercado os investidores que esperam uma queda de preços, logo que estes esgotem a venda das acções que têm em carteira. Assim, uma parte dos investidores fica impedida de transaccionar, reduzindo a liquidez e a velocidade de ajustamento dos preços. O aumento da probabilidade acrescida de ocorrência de bolhas, quando predominam expectativas optimistas no mercado, e as visões pessimistas (mas porventura mais ajustadas à realidade) não são reflectidas nos preços por força das restrições ao *covered short selling*, igualmente se afigura axiomática do contributo das vendas curtas para a eficiência do processo de formação de preços.

31- Salvagam-se os casos de investidores que por razões regulamentares ou regras de gestão auto-impostas não podem ou não estão disponíveis para realizar transacções de curto prazo.

32- O que implica riscos significativos, dado que a história é pródiga em situações de empresas que são casos de sucesso durante períodos relativamente longos e depois se revelam casos de destruição maciça de riqueza dos seus accionistas (veja-se o caso paradigmático da Enron). Assim, os *short sellers* que tenham, por qualquer motivo, de fechar as suas posições durante esse longo período podem registar perdas significativas não obstante se vir a verificar à posteriori que tinham razão.

Toda a literatura que suporta a ideia de que o *covered short selling* contribui para uma maior eficiência do processo de formação de preços, publicada antes da crise financeira de 2007-2008, não foi, que se conheça, infirmada por literatura mais recente. Pelo contrário, Beber e Pagano (2010) analisando os efeitos das medidas de proibição e restrição do *short selling* tomadas no auge da crise em 2008 concluíram que tais medidas reduziram a liquidez do mercado, especialmente das acções com reduzida capitalização. Essas medidas, segundo o mesmo estudo, falharam, em geral, o objectivo de sustentação de preços.³³ Também Boehmer et al. (2009) não encontraram efeitos positivos no preço das acções que foram sujeitas a restrições de *short selling* nos casos em que esta medida foi tomada isolada de outras, mas pelo contrário apontam séria degradação da qualidade do mercado, medida pelos *spreads bid-ask*, pelo impacto no preço e pela volatilidade intradiária. No mesmo sentido Fotak et al. (2009) concluíram que tais medidas restritivas não abrandaram o declínio do preço das acções que delas foram objecto, mas tiveram um impacto negativo na liquidez e na eficiência do processo de formação dos preços. De igual modo Lioui (2009) advoga que a proibição da venda a descoberto foi seguida por um forte aumento da volatilidade, que o preço das acções se desviaram (ainda mais) dos seus valores fundamentais e que não foi alcançado qualquer efeito desejado nas tendências de mercado, não havendo evidência de que tais medidas tenham reduzido os movimentos extremos do mercado.

No que respeita ao *naked short selling*, a literatura é muito mais escassa. Há, porém, quem sustente a tese de que, numa perspectiva económica, este tipo de *short selling* não é fundamentalmente diferente do *covered short selling*, e que por isso é pouco provável que tenha sérios efeitos negativos no mercado. É essa a posição de Culp e Heton (2008) que argumentam que no essencial apenas muda a identidade do mutuante. Também Fotak et al. (2009) sustentam que o *naked short selling* tem efeitos positivos na liquidez e no processo de formação de preço. Porém, há três diferenças essenciais que seguramente implicam consequências económicas distintas, quando o *short seller* falha a liquidação e constitui compulsoriamente o comprador no papel de mutuante. A primeira, é que este se vê investido involuntariamente deste papel. A segunda, é que, ao contrário do que se referiu para o *covered short seller*, não há dois agentes económicos com perspectivas positivas sobre o activo (dado que o comprador e o mutuante são a mesma pessoa). Terceira, se o comprador for um investidor de curto prazo e proceder à alienação dos títulos na convicção de que não haverá atrasos na liquidação (por exemplo, ainda em t^{34} ou em $t+1$) acaba por haver (admitindo que não havia agentes económicos disponíveis para o empréstimo dos valores mobiliários ao *short seller*) uma nova situação de incumprimento. Nessa altura, algum desequilíbrio pode ser introduzido no mercado. Trata-se, porém, de uma modalidade «agressiva» de *naked short selling* que, como se referiu, não é permitida em Portugal e que não poderá ser de todo praticada

33- Note-se, em todo o caso, que não é concebível que medidas regulatórias tenham por objectivo influenciar os preços ou interferir com os movimentos do mercado. Esta tarefa não faz parte da missão dos reguladores e quaisquer tentativas nesse sentido implicariam perda de credibilidade e teriam consequências seguramente indesejáveis, quer para os reguladores, quer para os mercados.

34- Se a alienação for realizada através do mesmo intermediário financeiro e no mesmo mercado, as posições vendedora e compradora compensar-se-iam, pelo que provavelmente não haveria atrasos na liquidação. Porém, se a venda e a compra forem feitas através de intermediários diferentes ou em mercados diferentes pode ocorrer que, ainda que comprando e vendendo no mesmo dia, não haja compensação das posições.

se forem adoptadas medidas que impeçam em absoluto as falhas de liquidação, ou que dificilmente será praticada se forem criados obstáculos e penalizações relevantes à sua ocorrência.

Note-se, para terminar, que os efeitos positivos (quer no que respeita à liquidez, quer no que respeita à estabilidade dos preços) de certas práticas de *short selling* são reconhecidos, mesmo quando se tomam medidas restritivas à prática das vendas curtas. Assim, não obstante a recente proibição de *short selling* sobre acções de instituições financeiras tomadas pelas autoridades belga, espanhola, francesa e italiana, foi salvaguardado que essas decisões não se aplicavam a intermediários financeiros actuando como *market makers* ou *liquidity providers* actuando enquanto tal.³⁵

(iii) *Short Selling* versus Abusos de Mercado

É também frequente confundir-se *short selling* com manipulação de mercado. O crime de manipulação de mercado encontra-se previsto no artigo 379.º, n.º 1 do CdVM. Esta disposição proíbe penalmente três condutas, a divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas (habitualmente referida como ‘manipulação ruidosa’), a realização de operações de natureza fictícia e a execução de outras práticas fraudulentas.

A prática do crime por *divulgação de informações* pode ou não ser acompanhada pela realização de operações (incluindo as de *short selling*).

Com efeito, ainda que a conduta típica se preencha com a mera *divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas*, idóneas a alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado dos instrumentos financeiros em causa, é comum a sua articulação com a realização de transacções destinadas ao aproveitamento das alterações artificiais no mercado originadas pela informação – ou, melhor, pela reacção dos investidores ‘manipulados’ a essa (des)informação –, o que conduziu à inclusão desses casos nas tipologias de práticas negociais potencialmente reveladoras de manipulação.³⁶

Assim, por exemplo, não será de excluir que manipuladores comecem por proceder a vendas curtas, de seguida divulguem informações falsas de carácter negativo sobre o emitente e por fim procedam à sua compra para encerrar a sua posição (tipo de manipulação conhecido por *trash and cash*). Porém, também não é de excluir que os manipuladores comecem por comprar um dado valor mobiliário, de seguida divulguem informações falsas de carácter positivo sobre o seu emitente e em seguida procedam à sua venda para encerrar a sua posição com lucro (tipo de manipulação conhecido como *pump and dump*). O *short selling* pode estar associado a outras práticas de manipulação de preços. É esse o caso, por exemplo, do “*bear raid*” em que uma acção é vendida curta num esforço de fazer cair o seu preço criando um desequilíbrio do lado da venda. Porém, uma vez mais, também do lado das compras pode haver a tentativa

35- Boehmer et al. (2009) computam em cerca de 65% o decréscimo de *shorting* na sequência de medidas proibitivas tomadas em Setembro de 2008, pela SEC, que não abrangeram os *market makers*. Estes autores igualmente apresentam evidência de que as vendas curtas terão um peso de cerca de 20% das transacções diárias em circunstâncias normais no mercado norte-americano. Donde, infere-se que os *market makers* representarão um pouco mais do que 1/3 das vendas curtas e que as vendas curtas realizadas por este tipo de agentes representarão cerca de 8% do mercado norte-americano.

36- Para exemplos de práticas manipuladoras (Tipologias), ver documento «*Manipulação do Mercado - Conceitos, Comportamentos Proibidos, Consequências Legais, Linhas de Orientação e Decisões Judiciais*», na área de Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado, do sítio da internet da CMVM.

para fazer subir o preço, por exemplo concentrando aquisições no momento do fecho da sessão de bolsa (*marking the close*). É não somente ilegal, é crime (punível com pena de prisão até 4 anos ou pena de multa até 240 dias³⁷) tentar forçar a evolução do preço de um valor mobiliário, seja no sentido da alta, seja no sentido da baixa, seja através da disseminação de informações falsas, seja através da realização de transacções que propositadamente criem desequilíbrios abusivos do lado da oferta ou do lado da procura. Estes crimes têm de ser combatidos pelas autoridades por tal responsáveis (e o seu combate tem sido uma prioridade para a CMVM³⁸), mas não parece sensato, por exemplo, proibir as compras em mercado para impedir o *pump and dump*. Donde, também não será razoável proibir o *short selling* para impedir o *trash and cash*.

A prática de *short selling* pode estar associada a outros abusos de mercado, designadamente ao crime de abuso de informação privilegiada (previsto no artigo 378º do CdVM e igualmente punível com pena de prisão até 4 anos ou pena de multa até 240 dias). Ainda hoje se especula sobre a hipótese de organizações ligadas a Bin Laden terem usado a informação privilegiada que tinham sobre a futura ocorrência dos atentados de 11 de Setembro de 2001 para realizar ganhos com vendas curtas.³⁹ Se o fizeram praticaram (mais) um crime. Cometeram, porém, outros, bem mais graves, tais como lançar aviões contra edifícios provocando a morte de milhares de inocentes. Não parece, porém, sensato

proibir a circulação de aviões como forma de dissuadir este tipo de crime. Proibir as vendas a descoberto como forma de combater o crime de abuso de informação privilegiada (salvaguardadas as devidas proporções, que são enormes) careceria da mesma falta de senso.

Parece, pois, pouco razoável proibir o *short selling* como instrumento de combate aos abusos de mercado. Nem seria eficaz para tanto. Não só porque podem continuar a praticar-se abusos com posições longas, como a proibição de vendas curtas não impediria, como se verá adiante, a assumpção de posições curtas.

(iv) As Vendas Curtas Criam Novas (ou «Contrafazem») Acções?

Também com alguma frequência emerge a ideia de que o *short selling* (na modalidade de *naked*) faz com que o número de acções em circulação no mercado exceda o número de acções emitidas. Ou, numa outra versão, que este tipo de práticas e as falhas de liquidação em geral equivalem à «contrafacção» de valores mobiliários. Evidentemente que nem as vendas curtas (mesmo que descobertas) nem qualquer outra falha de liquidação criam ou dão origem a novas acções, nem alteram o número de acções emitidas ou admitidas à negociação. O mesmo se passa, evidentemente, com outros valores mobiliários. Apenas aqueles que tenham sido emitidos e registados junto de competente central de valores mobiliários e se encontrem admitidos à negociação podem ser objecto de

37- Artigo 379º, nº 3 do CdVM.

38- Para ter uma ideia da importância do tema vejam-se, além de outros, o *Programa de Acção 2006-2010*, o *Plano de Actividades para 2010*, as *Linhas de Acção da CMVM 2011-2012*. Veja-se, também, as *Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado* tomadas em 2008. Por fim, para ter uma ideia dos resultados obtidos, além dos vários relatórios anuais, veja-se o *documento Contra Ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários: O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infracções Imputadas desde 1991*. Todos estes elementos informativos podem ser obtidos no sítio da internet da CMVM.

39- Vide, por exemplo, Henderson (2011).

entrega para liquidação, pelo que não há nem criação nem contrafacção de valores mobiliários de qualquer espécie. Donde, ainda que, em abstracto, o *naked short selling* possa levar a que existam ordens de venda sobre mais instrumentos financeiros do que aqueles que se encontram em circulação⁴⁰, não há lugar à criação ou à contrafacção de valores mobiliários. Trata-se, pois, de um equívoco.

(v) Vendas Curtas versus Posições Curtas

Um outro equívoco que surge associado às vendas curtas é a ideia de que basta banir este tipo de operações para que deixem de existir agentes económicos a beneficiar com a queda das cotações. De facto, as vendas curtas não são a única forma de constituir posições curtas sobre um título. Desde logo, os investidores também têm a possibilidade de *postecipar* a compra de um valor mobiliário. Além disso, o recurso a instrumentos derivados, quer negociados em mercados organizados, quer negociados em mercado de balcão (OTC), igualmente permite aos agentes económicos constituir posições curtas quando o desejem.

Assim, por exemplo, um intermediário que emita (para colocação junto dos seus clientes) um instrumento financeiro cujo resultado seja inversamente proporcional à performance de uma determinada acção está a proporcionar aos seus clientes uma posição curta sobre essas acções, sem que qualquer deles tenha realizado uma única venda curta. Tal como os *short sellers* estes clientes beneficiam das quedas de cotação do valor mobiliário em questão, mas ao contrário daqueles não procederam à sua venda. É,

pois, possível assumir posições curtas sem realizar vendas curtas. Simples contratos diferenciados (CFD) são competentes para o efeito. A conclusão a retirar é a de que não basta proibir o *short selling* para proibir os ganhos com as quedas de cotação. Os investidores podem deslocar-se para áreas que colocam ainda mais dificuldades à supervisão, dado que são ainda menos transparentes, e não deixam de ter reflexos na evolução das cotações.

É claro que, no plano teórico, se pode questionar se não se devem proibir todas e quaisquer posições curtas. Importa é ter noção das consequências económicas e sociais que daí decorrem. Note-se, por exemplo, que todos os mercados de futuros e de opções proporcionam a tomada de posições que beneficiam da queda de cotações. Assim, acontece, por exemplo, com quem vende contratos de futuros sobre *commodities*. Donde, embora não sejam considerada venda curta, se considerada a data de liquidação como o momento relevante para aferição do carácter curto ou longo da venda, sempre que um agricultor vende a sua futura colheita através de um contrato derivado, ele está a vender o que não possui nesse momento (e pode nem chegar a possuir). Todavia, não é considerado *short seller*, nem a utilidade económica e social da sua venda é questionada.

(vi) O *Short Selling* e a Especulação (na Queda das Cotações)

Um outro equívoco que surge associado às vendas curtas é que estas só fazem sentido enquanto operações de materialização de estratégias de especulação na queda das cotações. Uma vez mais não é verdade.

40- Imagine-se, com efeito, um cenário limite em que todos os detentores dos instrumentos financeiros dão ordens de venda sobre a totalidade desses instrumentos e a estas ainda acrescentem ordens de venda curta. Num tal cenário as ordens de venda excederiam a totalidade dos instrumentos financeiros em circulação.

Para que se tenha consciência disso, basta voltar ao exemplo do ponto anterior. O intermediário que emita (para colocação junto dos seus clientes) um instrumento financeiro cujo resultado seja inversamente proporcional à performance de uma determinada acção está a assumir uma posição longa na acção. Se quiser eliminar este risco terá de realizar uma outra operação que compense os seus efeitos. Uma forma de o fazer é proceder à venda curta da acção em causa. Donde, eis uma situação em que são realizadas vendas curtas sem que sejam constituídas posições curtas. Neste caso o *short seller* (isto é, o intermediário financeiro) não beneficiaria da queda de cotação da acção dado que os ganhos que obteria com a venda curta seriam equivalentes às perdas que registaria no instrumento financeiro que vendeu aos seus clientes. Trata-se, pois, de uma venda curta motivada, não por intuítos especulativos, mas por necessidade de cobertura de risco.

De igual modo a motivação para estas operações pode ser a arbitragem. Imagine-se uma empresa que tenha emitido obrigações convertíveis em acções. Não é difícil arranjar exemplos de situações em que pode ser lucrativo para os investidores comprar essas obrigações e simultaneamente vender acções obtendo um ganho com a discrepância de preços. Ou, alternativamente, pense-se numa empresa que está em processo de aumento de capital e se transaccionam autonomamente os direitos de subscrição. Também não é difícil imaginar exemplos de preços em que a compra de direitos e a venda curta de acções podem conduzir a ganhos de arbitragem (simultaneamente ajudando os preços dos dois activos a convergirem para níveis de equilíbrio).

Por fim, é possível conceber operações de *short selling* cuja motivação seja especular na alta da cotação, em vez da queda. Pensemos, com efeito, sem perda de generalidade⁴¹, num mercado em que só há dois títulos e num investidor que tem a expectativa de que um deles (o título A) irá valorizar-se 10% e o outro (título B) irá valorizar-se no mesmo período 5%. De forma a alavancar o montante que pode investir no título A, faz sentido que venda curto (mesmo tendo a expectativa de que a cotação vai subir) o título B e aplicar o produto da venda na compra do título A⁴². A confirmar-se a sua expectativa, ignorando custos de transacção, perde 5% na operação de *short selling*, mas ganha 10% com o investimento longo no título A.

É, pois, mais um equívoco pensar que todas as vendas curtas são operações de especulação, e muito menos que essa especulação é necessariamente na queda do preço, embora evidentemente a maior parte das vezes assim seja.

4. SÍNTESE CONCLUSIVA E EVOLUÇÃO DESEJÁVEL

Está-se em crer que ao longo do texto terá ficado claro que se tem a perspectiva de que, com o actual nível de conhecimento sobre a matéria, designadamente o proporcionado pelos estudos académicos, mas também o proporcionado por estudos de autoridades de supervisão e regulação, não se advoga a proibição do *covered short selling*. Também não se julga que existam argumentos teóricos ou evidência empírica que inequivocamente advoguem que se alterem as regras no sentido da facilitação do *naked short selling*. De facto, independentemente das consequências económicas da sua prática (que, na

41- Na realidade, sempre que o investidor espera que todos os títulos venham a valorizar-se, ainda assim tem uma oportunidade lucrativa de realizar vendas curtas, comprando os títulos que espera que se venham a valorizar mais e vendendo (para se financiar) os títulos que espera que se venham a valorizar menos.

42- Que por sua vez poderia ser usado para garantir (pelo menos parcialmente) o empréstimo do título B.

óptica de alguns, não são distintas das da versão coberta), a preservação da confiança da generalidade dos agentes económicos recomenda que no actual contexto tal hipótese não seja equacionada.

Acresce que se entende que os reguladores devem evitar tomar medidas que possam ser entendidas como precipitadas, não baseadas em critérios de pura racionalidade, que tenham motivações de natureza política (usada aqui a expressão não no sentido de «*policy*», mas de «*politics*»), que visem interferir com os preços a que são transaccionados os instrumentos financeiros, que resultam da pressão de gestores ou accionistas de empresas cujos preços tenham tido evoluções contrárias aos seus desejos, que se consubstanciem em volatilidade da legislação ou que criem divergência de regimes a nível europeu. A actuarem de forma contrária os reguladores estarão a colocar em causa a credibilidade e a confiança que devem e que carecem de merecer, mas igualmente estarão a colocar em causa a competitividade dos mercados que supervisionam.

Assim, não se antevê, de momento, utilidade económica ou social na alteração do regime legal das vendas curtas vigente em Portugal, mesmo no que respeita às operações intradiárias. Excepcionam-se, porém, as alterações decorrentes de um contexto de harmonização das regras europeias ou tomada de medidas temporárias de emergência num quadro europeu alar-

gado, e apenas quando se tenham tais medidas como indispensáveis ao restabelecimento da confiança da generalidade dos agentes económicos nos mercados.

A Comissão Europeia apresentou, em 15 de Setembro de 2010, uma proposta de Regulamento sobre *Short Selling* ao Parlamento e ao Conselho⁴³, o que perspectiva que a breve prazo existirá um regime europeu nesta matéria, do qual necessariamente resultará uma necessidade de harmonização ao nível das diferentes jurisdições nacionais. Considera-se que seria muito positivo que fosse definitivamente adoptado um regime único⁴⁴ de *short selling* e de liquidação a nível europeu, e que nesse regime fossem incluídas algumas medidas que adiante se enunciarão e explicitarão.

Assim, julga-se que as medidas a tomar num futuro próximo, além da uniformização dos regimes a nível europeu, desejavelmente, deveriam passar pela adopção de regras e procedimentos (ao nível da União Europeia) no sentido de impedir, dissuadir e penalizar de forma sistemática e permanente (e de modo independente do sucesso que se obtenha com a vigilância dos mercados⁴⁵) quaisquer práticas ilegais de *naked short selling*.⁴⁶ Entre essas medidas incluem-se, inequivocamente, as constantes dos pontos (i) a (iv) que se seguem, especialmente a primeira (*Buy-In*) e a última (*Flagging*). Já nos parecem de eficácia discutível, pelas razões que adiante se explicitarão, as medidas referidas em (v).

43- Trata-se da *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps*, de 15.9.2010 (COM(2010) 482 final).

44- Aliás, os princípios que actualmente estão subjacentes ao funcionamento do mercado interno, e em particular aqueles que estiveram na base da recente reforma regulatória europeia (com a criação da ESMA e de outras autoridades de regulação) exigem que exista um único *rulebook* (isto é, que não existam diferenças relevantes nas regras vigentes nos diferentes países europeus).

45- A tomada dessas medidas, evidentemente, não deve prejudicar a continuação e, sempre que necessário, o reforço dos esforços de vigilância dos potenciais abusos de mercado (que fazem e devem continuar a fazer parte das responsabilidades quotidianas das autoridades de supervisão).

46- Para conhecer a diversidade de medidas adoptadas desde 2008 nas diferentes jurisdições europeias desde 2008, consultar o documento *Update on Measures Adopted by Competent Authorities on Short Selling*, divulgado pela ESMA em 25 de Agosto de 2011 (<http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7696>).

(i) Medidas de Combate às Falhas de Liquidação (Buy-In)

Os mercados europeus funcionam, em geral, com a regra de liquidação em t+3. Porém, pelo menos no que respeita à LCH.Clearnet⁴⁷, falhas de liquidação apenas dão origem a recompras obrigatórias em t+11. Parece-nos essencial reduzir este período. Evidentemente que o ideal, do ponto de vista do combate a eventual *short selling* selvagem, seria que essas recompras fossem automaticamente accionadas logo que se tenha conhecimento da falha de liquidação. Isso implicaria a recompra automática na sessão de t+4. O argumento de que as falhas de liquidação podem ser devidas a razões operacionais justifica que se dê um período adicional para esse efeito. Nunca, porém, como actualmente acontece, até t+11. Dado o actual nível de desenvolvimento tecnológico, está-se em crer que mais do que um dia adicional apenas seria justificável para situações excepcionais. O mesmo entendimento teve a Comissão Europeia que propôs que esses procedimentos automáticos sejam desencadeados se a liquidação não estiver concluída no prazo de 4 dias após a data da transacção, admitindo 6 dias para as transacções realizadas por *market makers*.

O desencadeamento automático das recompras (que seriam sempre ordens dadas ao melhor preço de mercado) desencorajaria eventuais práticas de *short selling* selvagem, já que às consequências decorrentes do incumprimento da lei se juntam os efeitos económicos de ter de suportar o preço da aquisição⁴⁸ e de ver a sua

estratégia interrompida num momento inoportuno e, seguramente, não desejado.

Note-se, aliás, que os EUA têm reportado evidência de efeitos muito positivos de uma medida de contornos similares. Tendo em vista combater o que designou por «*abusive “naked” short selling*» a SEC tomou, em Outubro de 2008 uma medida provisória (a Interim Final Temporary Rule 204T), que viria a ser convertida em medida definitiva em Julho de 2009 (através da Rule 204), segundo a qual os participantes do sistema de liquidação que não tenham procedido à entrega na data de liquidação das acções devidas têm de proceder imediatamente à sua compra ou à sua obtenção por empréstimo de modo a fechar a falha de liquidação não mais tarde do que o início da sessão de bolsa seguinte ao dia em que aquele participante falhou a liquidação. Num balanço sobre a medida tomada, esta entidade reporta que a média diária de falhas de liquidação diminuiu de 2,21 mil milhões para 0,25 mil milhões, o que representa um decréscimo de 88,25%.⁴⁹

Parece-nos, pois, que o encurtamento dos mecanismos de accionamento das recompras, que exigem uma intervenção supra nacional dado que envolvem instituições e procedimentos automáticos que abrangem mais do que um mercado e que colocam questões de competitividade entre esses mercados, permitiria reforçar a confiança dos agentes económicos na medida em que «automática» e muito precocemente interromperia qualquer estratégia de *naked short selling* selvagem.

47- A LCH.Clearnet, SA, assume no mercado de capitais português as funções de câmara de compensação e de contraparte central.

48- Sendo a ordem de recompra emitida ao melhor preço de mercado, o vendedor faltoso sujeita-se a ter de pagar o preço que o mercado estiver a exigir nesse momento, o que em determinadas circunstâncias pode revelar-se muito penalizador e, conseqüentemente, se constitui numa fonte relevante de risco.

49- Vide, *Memorandum from the Staff Re: Impact of Recent SHO Rule Changes on Fails to Deliver*, Nov. 4, 2009 at <http://www.sec.gov/spotlight/shortsales/oeamemo110409.pdf>.

(ii) Medidas de Combate às Falhas de Liquidação (Penalizações)

Em simultâneo com a adopção de medidas que levem a um accionamento mais célere das recompras automáticas, julga-se útil a adopção de outras medidas que dissuadam, através de penalizações materialmente relevantes, falhas de liquidação.

Tenderemos a defender que todas as falhas de liquidação (mesmo as operacionais, embora aqui com diferentes graus em função da razão que lhes esteja subjacente) devem ser penalizadas (severamente, as motivadas por vendas curtas) por multas aplicadas pelo próprio sistema de liquidação (sem prejuízo de eventuais contra-ordenações). Esta penalização financeira terá de funcionar como incentivo para que os agentes de mercado corrijam as suas falhas humanas ou tecnológicas, em ordem a garantir que a sua intervenção no mercado se faz no respeito por aquilo que é expectável por parte dos outros agentes, ou seja, que quem se apresenta no mercado está em condições de cumprir a sua parte no negócio atempadamente (o mesmo é dizer, em t+3).

(iii) Medidas de Combate às Falhas de Liquidação (Divulgação)

A SEC divulga, com uma frequência quinzenal, o número de unidades em falta em cada dia de liquidação e para cada acção.⁵⁰ Esta medida permite que, ainda que com algum atraso, os investidores fiquem a saber qual a magnitude das falhas de liquidação para cada título. A divulgação deste tipo de informação, conjugada com o regime actualmente vigente de divulga-

ção de posições curtas, é susceptível de permitir (embora não garanta) que, pelo menos nos casos em que o nível de falhas de liquidação é manifestamente baixo, se desmistifique a ideia de que a responsabilidade por essas quedas pode ser atribuída à prática maciça de *naked short selling* ilegal.

(iv) *Flagging*

Na sua proposta de Regulamento, a Comissão Europeia propôs que sejam assinaladas as ofertas inseridas em sistemas de negociação relativas a ordens de venda curtas. Propôs ainda que a entidade gestora do sistema de negociação publique diariamente um sumário do volume de ordens assinaladas como vendas curtas. Defendeu, pois, aquilo a que na linguagem anglo-saxónica se designa por *flagging*. Esta medida parece-nos muito positiva, e corresponde aliás a algo que a CMVM tem defendido nos fora internacionais em que tem assento.⁵¹ Esta medida justifica-se por várias razões: *i*) em primeiro lugar, torna mais eficaz e eficiente a supervisão do regime de *disclosure*; *ii*) em segundo lugar, torna mais eficaz e mais eficiente a supervisão do regime de *short selling*, designadamente permitindo detectar com rapidez eventuais práticas selvagens de vendas curtas descobertas; *iii*) em terceiro lugar, permite que os demais agentes do mercado distingam vendas curtas de vendas longas, aumentando por isso o conteúdo informativo com que os agentes económicos actuam; *iv*) por fim, esta medida permite um mais informado acompanhamento dos mercados, e um melhor estudo dos eventuais desequilíbrios introduzidos na oferta e na procura por força de operações de *short selling* tendo em vista eventuais intervenções reguladoras futuras.

50- No período que antecede 16 de Setembro de 2008, apenas eram divulgados dados para acções cujas falhas de liquidação excedessem as 10 000 unidades. Para consultar as falhas de liquidação divulgadas pela SEC ver: <http://www.sec.gov/foia/docs/failsdata.htm>.

51- Uma alternativa relativamente à proposta da Comissão seria a informação estar disponível apenas para a entidade gestora do mercado e para os supervisores. Em todo o caso, julga-se ser preferível que todo o mercado conheça essa informação.

Os argumentos contrários expedidos por quem prefere manter a intransparência são de uma dupla ordem. Por um lado, argumentam com os custos que a implementação dessa medida implicaria. Por outro lado, sustentam que essa informação poderia ser muito prejudicial para os interesses dos *short sellers*. Quanto ao primeiro argumento não se conhecem estudos que quantifiquem os custos que tal medida implicaria, e que evidenciem o seu carácter excessivo. Não deixa, porém, de ser questionável que no actual estágio de desenvolvimento tecnológico, e numa altura em que entidades gestoras e intermediários financeiros têm feito investimentos avultados nos seus sistemas informáticos, a simples inclusão de um código a assinalar o carácter curto da venda (usando espaços de codificação dos sistemas disponíveis) exija investimentos adicionais incomportáveis e injustificados. Quanto ao segundo argumento, ele perdeu relevância a partir do momento em que foi adoptado o regime de *disclosure* proposto pelo CESR (que a Comissão Europeia, no essencial, igualmente se propõe adoptar na sua proposta de Regulamento) que obriga a que sejam divulgadas ao mercado as posições curtas que têm um mínimo de relevância. O *flagging* contribuiria, porém, para que este regime de *disclosure* possa ser mais eficazmente supervisionado.

(v) Outras Potenciais Medidas

Entre 1938 e Julho de 2007 vigorou nos EUA uma regra conhecida por “*uptick rule*”, “*tick test*” ou “*former Rule 10a-1*”. No essencial esta regra determinava que, salvo em certas situações excepcionais, um valor mobiliário apenas podia ser vendido curto a (i) um preço acima do preço da última transacção (*plus tick*) ou (ii) ao

preço da transacção anterior se este já fosse superior ao último diferente dele (*zero plus tick*). Esta regra manteve-se inalterada no essencial até 2004, e neste ano foi iniciado um projecto intitulado *Pilot* que consistiu em suspender temporariamente esta regra. Foi recolhida informação sobre a prática de *short selling* neste período e os dados foram analisados tanto pela SEC, como por académicos e operadores de mercado. Depois de um longo período de debate, a SEC concluiu que os resultados dos estudos suportavam a eliminação das restrições de preço e aboliu a regra em causa.⁵²

Em 8 de Abril de 2009 a SEC veio a impor uma nova regra de restrição de preço (Rule 201), agora designada de «*price test restriction*» ou «*circuit breaker restriction*».⁵³ Esta regra estipula que os sistemas de negociação têm de adoptar regras que impeçam as operações de *short selling* (mesmo do coberto) caso o preço da acção tenha registado um decréscimo de 10% ou mais face ao preço de fecho do dia anterior.

Esta é, pois, uma regra de *circuit breaker* que se aplica apenas a alguns operadores de mercado (os *short sellers*) não se aplicando nem aos compradores nem aos vendedores proprietários das acções a alienar. Na Europa quando existem, em geral, os *circuit breakers* aplicam-se a todo o mercado. Todos os agentes económicos são chamados a interromper a negociação e ponderar sobre se os preços que estão a praticar são ou não justificados. Não se antevê razão especial para discriminar os vendedores que acederam à titularidade das acções por empréstimo face a outros, do mesmo modo que não se antevê razão (nem existe tal regra) para dar o

52- Para uma síntese do debate e dos resultados obtidos com esses estudos, vide SEC 17 CFR PART 242 Release No. 34-61595, File No. S7-08-09 RIN 3235-AK35 Amendments to Regulation SHO (disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>).

53- Vide documento mencionado na nota de rodapé anterior.

mesmo tratamento aos compradores de acções que as liquidam com dinheiro emprestado num contexto de subida acentuada dos preços. Parece-nos, pois, preferível que os *circuit breaker* quando existam sejam aplicados a todo o mercado, suscitando os investidores a uma reflexão adicional e não simplesmente excluindo alguns (a quem se reconhece legitimidade para actuar se o *circuit breaker* não for accionado) do mercado.

Além disso, a parametrização deste «estabilizador automático» é sempre questionável. Assim, se um título cair 9% durante três dias seguidos continua a poder praticar-se *short selling*, não obstante as quedas acumuladas nesse curto período de três dias atingirem cerca de 25%. A acumulação de limites para diferentes horizontes temporais poderia mitigar o problema. Além disso, poderiam sempre adoptar-se complementarmente regras baseadas na volatilidade (ainda que com maior complexidade). Porém, quaisquer limites serão sempre discutíveis.

Acresce que a medida da SEC não obriga a fechar posições abertas, e é válida para o dia em que se verifica a ultrapassagem do limite dos 10% e para a sessão de bolsa seguinte. Trata-se, pois, de um período de «pousio», o que se compreende dada a natureza de *circuit breaker* da medida, mas que não afasta do mercado os *short sellers*, podendo originar-se situações de «*stop and go*», mas sempre permitindo que os *short sellers* intervenham no início das sessões de bolsa de dois em dois dias.

Acreditando que no futuro as autoridades de regulação europeias serão eficientes a tomar medidas em situações de emergência, seria preferível prescindir do carácter *automático* e *intermitente* da proibição, em favor da tomada de medidas de emergência casuísticas pelas autoridades europeias.⁵⁴

A introdução de restrições ao preço das vendas curtas, do género da velha *uptick rule*⁵⁵, de modo a evitar que estas possam provocar quedas de cotações, é uma possibilidade que se deve sempre equacionar, não obstante a sua utilidade ser questionável (veja-se toda a discussão havida na SEC no processo que culminou com a sua abolição). Estas restrições levariam a que não fosse possível atribuir à ordem *short* o efeito directo da queda de cotação. Porém, em contextos de descida momentânea de cotação, no âmbito de um período mais amplo de optimismo excessivo da generalidade dos agentes de mercado, os *short sellers* não teriam condições para concretizar as suas operações, pese embora seja em geral reconhecida a utilidade da sua intervenção neste contexto.

Em alternativa poderia optar-se pela conjugação de regras relativas à evolução momentânea do preço com regras que tomem em consideração a conjuntura do mercado.⁵⁶ Esta conjugação ultrapassa os inconvenientes da medida da *uptick rule* e da *circuit breaker rule* quando isoladamente consideradas. Os seus inconvenientes principais são, além da questão global e crucial do inconveniente afastamento dos *covered short*

54- Como aliás foi previsto no projecto de Regulamento da Comissão Europeia.

55- Tratar-se-ia de uma regra do género: *i) apenas podem ser inseridas ordens de venda short no sistema a preços superiores ao último negócio efectuado; ou ii) apenas podem ser inseridas ordens de venda short no sistema a preço superior ao da melhor oferta de venda independente existente no mercado.*


56- Adoptando uma norma do género: *sempre que o título tenha registado uma desvalorização superior a x% num período de tempo YY, apenas podem ser inseridas ofertas de vendas curtas cobertas a preço superior ao do último negócio independente efectuado no mercado.*

sellers do mercado (atribuindo a exclusividade das vendas aos *covered long sellers*), a sua complexidade e a dificuldade em parametrizar uma regra que seja óptima e consensual.

Outras regras que poderiam ser discutidas, mas que por economia de espaço e por se lhe antever ainda menor utilidade aqui não se desenvolvem, seriam restringir a concretização de vendas curtas a determinados momentos da negociação em que há maior concentração da procura ou restringir a quantidade máxima de títulos que podem ser vendidos *short* por um dado agente económico, em função da dimensão da

emissão e da liquidez do título.

Em suma, no momento actual não se considera que seja profícua ou desejável impor restrições à prática das vendas curtas cobertas, nem se antevê no momento actual utilidade na alteração do regime vigente em Portugal. Parece-nos, porém, útil a adopção de um regime único para as vendas curtas a nível europeu, bem assim como um regime único para a disciplina das falhas de liquidação, sendo essencial neste âmbito adoptar medidas (designadamente o accionamento célere de recompras automáticas) que tornem os ciclos efectivos de liquidação de facto (o mais próximo possível) de $t+3$.



REFERÊNCIAS

Abreu, D. e Brunnermeier, M. (2002), Synchronization Risk and Delayed Arbitrage, *Journal of Financial Economics*, Vol 66, pp 341-60.

Abreu, D. e Brunnermeier, M. (2003), Bubbles and Crashes, *Econometrica*, Vol 71, pp 173-204.

Beber, A. e Pagano, M. (2010), Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, *Journal of Finance*, Forthcoming.

Boehmer E., Junes, C. e Zhang, X. (2009), Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban, *Johnson School Research Paper Series No. 34-09*.

Bris, A., Goetzmann, W. e Zhu, N. (2007). "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World". *Journal of Finance*, Vol 62, pp 1029-79.

Culp, C. e Heaton, J. (2008), The Economics of Naked Short Selling, *Regulation*, Spring, pp.46-51.

Diamond, D. e Verrecchia, R. (1987), Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information, *Journal of Financial Economics*, Vol 18, pp 277-311.

Fotak, V., Raman, V. e Yadav, P. (2009), Naked short selling: the emperor's new clothes?, *Oklahoma University Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=1408493>.

Harrison, M. e Kreps, D. (1978), Speculative Investor Behaviour in a Stock Market with Heterogeneous Expectations, *Quartely Journal of Economics*, Vol 92, pp 323-36.

Henderson, Dean (2011), Osama Bin Laden and The 911 Illusion: The 9/11 Short-Selling Financial Scam Part II, *Global Research*, May 9, 2011.

Hong, H. e Stein, J. (2003), Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp 487-525.

Lioui, A. (2009), The Undesirable Effects of Banning Short Sales, *mimeo*, EDHEC Risk and Asset Management Research Center.

Miller, E. (1977), Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, Vol. 32, 1151-68.

Scheinkman, J. e Xiong, W. (2003), Overconfidence and Speculative Bubbles, *Journal of Political Economy*, Vol. 111, pp 1183-219.

PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS - REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2009 - SUA ANÁLISE E REFLEXÃO PARA FUTURAS MODIFICAÇÕES

NUNO ALBUQUERQUE MATOS*

1. INTRODUÇÃO

Os produtos financeiros complexos são, actualmente, um dos temas a que a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (daqui para a frente, CMVM) tem vindo a prestar particular atenção. De facto, ao longo da última década, a banca tem comercializado produtos de investimento cada vez mais complexos, fruto do alargamento da sua área de acção, já não se limitando à recepção de depósitos e outros fundos reembolsáveis e à concessão de crédito, assumindo-se como verdadeiramente universal, gozando de um leque alargado de actividades, entre elas os serviços de investimento (artigo 4.º, n.º 1, al. e), f), r), previstos no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras).

Efectivamente, este tipo de produtos, apesar de terem a forma jurídica de um instrumento já existente, apresentam elementos que deste se distinguem, entre outros pelo facto de a sua rentabilidade estar directamente associada à performance de determinados activos subjacentes e, indirectamente, à volatilidade dos mercados financeiros. Desta estrutura complexa resulta, desde logo, um problema de avaliação dos produtos por parte dos investidores, mesmo

aqueles com maiores conhecimentos na área do mercado de capitais, em compreender a complexidade que apresentam dada, muitas vezes, a não linearidade da rentabilidade¹.

É precisamente pelo carácter especializado que assumem e pela forma agressiva com que são comercializados que estes produtos foram alvo de uma maior regulação.

Com efeito, com a entrada em vigor da Directiva do Mercado de Instrumentos Financeiros (daqui para a frente, DMIF) deu-se um primeiro passo, seguindo-se depois uma maior exigência do legislador nacional, como comprova a grande atenção e cuidado dispensados pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008 e pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2009 (daqui para a frente “Regulamento”).

Assim, é nosso desígnio fazer uma análise do Regulamento e dos deveres de informação que dele decorrem, para, após uma análise de direito comparado, propor algumas alterações que nos parecem adequadas na perspectiva da protecção do investidor não qualificado.

*- Jurista do Departamento de Averiguação e Acção Sancionatória do Banco de Portugal

1- *Vide Estudos CMVM, Produtos financeiros complexos: metodologias para a sua avaliação*, n.º 1, 2010, p. 3.

2. ENQUADRAMENTO JURÍDICO

A regulação da obrigação de prestar deveres de informação adequados aos investidores por parte dos intermediários financeiros já existia antes da entrada em vigor do Regulamento. Justifica-se, por isso, fazer uma breve análise da evolução legislativa prévia a este regulamento.

2.1. Evolução legislativa prévia ao regulamento da CMVM n.º 1/2009

2.1.1. Legislação Portuguesa

A obrigação de prestação de informação aos investidores previamente à subscrição de um produto financeiro complexo já se encontrava genericamente regulada por alguns diplomas legislativos e regulamentares. Convém, pois, analisá-los individualmente.

a) Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro

O Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, refere no seu preâmbulo que tem o intuito de reforçar os deveres de informação e transparência no âmbito do sector financeiro. Este reforço tem o objectivo de atingir um nível adequado de estabilidade financeira, nomeadamente através do nível de informação que as instituições financeiras são obrigadas a prestar às autoridades de supervisão.

O equilíbrio desejado não se prende, porém, apenas com a informação a veicular às autoridades reguladoras. Efectivamente, sobre as instituições financeiras existe um dever de aprofundar qualitativa e quantitativamente a informação sobre produtos financeiros complexos (PFCx) que é transmitida aos investidores. Com efeito, esta deve ser “completa e clara de modo

a permitir ao público o efectivo conhecimento das suas características e riscos, impondo-se o dever de entrega ao investidor de um documento informativo em linguagem clara, sintética e compreensível que expressamente identifique o produto como produto financeiro complexo”.

Assim, podemos afirmar que, segundo o Decreto-Lei n.º 211-A/2008, existe um duplo dever de transparência que impende sobre as instituições financeiras: por um lado, reforçando o nível de informação prestado às autoridades de supervisão e, por outro, nivelando os deveres de informação em relação aos investidores no que diz respeito à subscrição de PFCx.

Naturalmente, o Decreto-Lei concretiza em articulado aquilo que refere no preâmbulo. Efectivamente, o artigo 2.º é reservado à matéria dos PFCx, começando por uma definição genérica do conceito no n.º 1. Deste modo, são produtos financeiros complexos “os instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento financeiro já existente, têm características que não são directamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rendibilidade”.

Como podemos verificar, à excepção dos instrumentos de captação de aforro estruturados (considerados PFCx, nos termos do n.º 6 do art.º 2º), o Decreto-Lei não define rigorosamente o que se entende por este tipo de produtos. Pelo contrário, optou-se pela adopção de uma definição lata o que, em nossa opinião, configura uma decisão correcta uma vez que, por um lado, permite impedir que os intermediários financeiros logrem contornar o conceito e, por outro, atribui alguma discricionariedade à entidade reguladora aquando da apreciação de cada produto financeiro complexo.

Não obstante, do preceito em análise podem identificar-se algumas características que os PFCx podem apresentar: assumir a forma jurídica de um instrumento financeiro já existente; possuir características distintas que não são condizentes com a desse instrumento e, a sua rendibilidade depender da evolução de outros instrumentos (v.g. índices, cotações de determinados emitentes, *commodities*, cabazes de acções, taxas de câmbio, etc.). No caso de um produto ser considerado como um PFCx será necessária, previamente à sua colocação, a entrega de um prospecto informativo, por parte do intermediário financeiro, ao investidor (artigo 2.º, n.º 2) que contenha informação completa, verdadeira, clara, sintética e compreensível (artigo 2.º, n.º 3).

b) Demais normas reguladoras

Na sequência do Decreto-Lei n.º 211-A/2008 foi publicado o “Entendimento conjunto do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários quanto à delimitação de competências respeitante a produtos financeiros complexos” (Entendimento).

O propósito deste Entendimento era o de esclarecer as competências de actuação na supervisão do Banco de Portugal (BdP) e da CMVM no que diz respeito à comercialização de PFCx. Neste âmbito, ficou definido que as aplicações em depósitos (simples, indexados ou duais) são competência do BdP² ao passo que as aplicações em instrumentos financeiros (entre eles os produtos financeiros complexos elencados no ponto I.2. al. b) e c)) do entendimento fazem parte da competência da CMVM.

Além deste Entendimento, a regulação existente no âmbito dos deveres de informação a prestar na comercialização de produtos financeiros complexos, sujeitos à supervisão da CMVM, estavam definidos no Regulamento da CMVM n.º 8/2007 e nos artigos 7.º, 121.º e 366.º, n.ºs 2 e 3, do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

2.1.2. Legislação da União Europeia

a) Directiva do mercado de instrumentos financeiros

A legislação mais relevante para o tema em apreço emitida pela União Europeia foi a Directiva 2004/39/CE (DMIF)³ que tem como propósito harmonizar as condições de autorização e de exercício de actividade aplicáveis às empresas de investimento.

No que concerne directamente à protecção do investidor, a Directiva dedica-lhe um espaço próprio, sistematicamente relevante, no quadro do exercício da actividade das empresas de investimento. Com efeito, no Título II, Capítulo II, Secção 2 (disposições destinadas a assegurar a protecção dos investidores), estão previstas normas de conduta a seguir na prestação de serviços de investimento aos clientes (artigo 19.º).

Assim, nos termos do artigo 19.º, n.º 1, no exercício da sua actividade de prestação de serviços de investimento, cada Estado-Membro deve assegurar que as empresas de investimento actuem de forma honesta, equitativa, profissional e em função dos interesses dos seus clientes.

2- No que diz respeito aos deveres de informação a prestar aquando da comercialização de produtos financeiros complexos sujeitos ao âmbito de supervisão do BdP, os mesmos encontram-se regulados pelo Aviso n.º 6/2002, em especial nos artigos 3.º e 4.º.

3- Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho, publicada no JOUE de 30/4/2004, L 145, p. 1.

As informações prestadas aos clientes devem ser correctas e claras (artigo 19.º, n.º 2), de modo a que a natureza, os riscos inerentes ao investimento e o tipo específico de instrumento financeiro⁴ possam ser razoavelmente compreendidos por parte daqueles (artigo 19.º, n.º 3).

Por outro lado, nos termos do artigo 19.º, n.º 4, com o intuito de satisfazer de forma adequada as efectivas necessidades do cliente, as empresas de investimento devem obter as informações necessárias relativamente aos seus conhecimentos e experiência no que diz respeito ao investimento num produto ou serviço específico, bem como em relação à situação financeira do cliente, expectativas e objectivos de investimento.

Existe ainda uma obrigação, por parte das empresas de investimento, de prestarem informações pós-negociação se efectuarem transacções de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado por conta dos clientes (artigo 28.º, n.º 1) de acordo com as regras de transparência do artigo 45.º.

2.2. Regulamento da CMVM n.º 1/2009

O Regulamento decorre de norma legitimadora insita no Decreto-Lei n.º 211-A/2008. Efectivamente, no n.º 7 do artigo 2.º do referido Decreto-Lei estipula-se que “a emissão e comercialização de produtos financeiros complexos regem-se por lei especial”. Todavia, nos termos do n.º 8, “até à aprovação da lei referida no número anterior, as autoridades responsáveis pela supervisão dos produtos financeiros complexos regulamentam os deveres de informação e transparência a que devem obedecer as mensagens publicitárias e os prospectos informativos respeitantes aqueles instrumentos, bem como o

modelo de fiscalização do cumprimento de tais deveres”.

Desta forma, o Regulamento vem, pois, cumprir o desígnio de regulamentar os deveres de informação e publicidade aos produtos financeiros complexos que são da sua competência.

2.2.1. Exigência de apresentação de um documento informativo

A exigência de apresentação de um documento informativo a investidores não qualificados resulta do artigo 2.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 211-A/2008 e surge concretizada no Regulamento. Nos termos do artigo 1.º, n.º 1, considera-se que este dever se cumpre com a apresentação alternativa de:

- Documento informativo, nos termos do regulamento em análise (al. a));
- Prospecto a que se referem os artigos 134.º e ss e 236 e ss do CVM, com o respectivo sumário e, no caso de prospecto-base, as respectivas condições finais redigidas em, ou traduzidas para, português, contendo as advertências e o conteúdo mínimo do documento referido na al. a) (al. b)), ou,
- Fichas técnicas e documentos informativos aprovados pelas entidades gestoras de mercados não regulamentados ou de sistemas de negociação multilateral sujeitos à supervisão da CMVM, desde que contenham as advertências e o conteúdo mínimo do documento referido na al. a) (al. c)).

Pelo descrito podemos concluir que, dentro das referidas possibilidades, as entidades comercializadoras de produtos financeiros complexos têm liberdade no que diz respeito à forma como cumprem o dever de apresentar um documento

4- O anexo I, secção C, apresenta um elenco taxativo de instrumentos financeiros, alguns dos quais se podem integrar no conceito de PFCx, tal como: Contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades; Instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito, ou contratos financeiros por diferença (*Contracts for difference*).

informativo, estando, no entanto, vinculadas ao seu conteúdo, isto é, qualquer dos documentos referidos deve conter as informações determinadas pelo Regulamento.

A informação que deve constar de todos os documentos informativos é dividida em duas vertentes: advertências ao investidor e informação a que chamaremos descritiva. No caso da primeira, exige-se que o documento informativo contenha, junto ao título, uma caixa destacada com todas as advertências⁵ elencadas no n.º 1 do artigo 2.º que se adequa ao caso, devendo o tamanho dos caracteres ser pelo menos semelhante ao utilizado no corpo do texto (artigo 2.º, n.º 2).

Relativamente à informação descritiva, prevista no artigo 3.º, é de realçar que o n.º 1 estabelece que a mesma deve ser apresentada de forma clara, concisa e em linguagem facilmente compreensível para o investidor de modo a promover o bom entendimento do produto e dos seus riscos. O elenco de informação, apesar de extenso, estabelece apenas o conteúdo mínimo que deve constar do documento informativo, o que nos leva a concluir que a informação exigida é apenas a considerada absolutamente fundamental para que o investidor formule o seu juízo de forma mais esclarecida.

2.2.2. Exceções à obrigação de apresentação de um documento informativo

Existem, porém, algumas situações em que a obrigação de apresentação de documento informativo é dispensada: os contratos de seguro ligados a fundos de investimento (conhecidos por *unit linked*); a recepção de ordens para plataformas de negociação e, os *Exchange Traded Funds* (ETFs), com os fundamentos que

seguidamente se descrevem.

2.2.2.1. Contratos de seguro ligados a fundos de investimento (Unit Linked)

Os contratos de seguro ligados a fundos de investimento são contratos de seguro de vida cuja apólice tem por subjacente unidades de conta, representativas de ‘fundos autónomos’ constituídos no balanço de uma empresa do ramo segurador ou por unidades de participação de um ou vários fundos de investimento e cuja rentabilidade está dependente da evolução desses activos.

Todavia, segundo o preâmbulo do Regulamento, a informação e a comercialização destes produtos não faz parte do seu âmbito de aplicação, uma vez que se encontra disciplinada pelo regulamento da CMVM n.º 8/2007, efectuando-se aqui as alterações que se julgaram necessárias.

Efectivamente, este último regulamento prevê normas informativas bastante exigentes no que diz respeito à comercialização de contratos *Unit Linked*, estipulando a necessidade de elaboração e entrega ao potencial tomador do seguro de um prospecto simplificado (artigo 2.º, n.º 1, al. b)) redigido de forma clara, sintética e facilmente compreensível (artigo 3.º, n.º 1).

A excepção à regra de apresentação do documento informativo advém, no entanto, não apenas do facto de existir um regulamento próprio para este tipo de contratos, mas também por o artigo 5.º estipular um conjunto de disposições materiais que conferem ao prospecto simplificado obrigatório uma densificação de conteúdo assinalável. Assim, seria como que uma redundância (além de burocrático) exigir um documento informativo que apenas replicasse informação.

5- As advertências previstas são as seguintes: risco de perda total ou parcial do capital investido; remuneração garantida; impossibilidade de solicitação de reembolso antecipado; penalização no reembolso antecipado por opção do investidor; opção de reembolso antecipado pelo emitente; existência de custos de custódia, de registo ou de depósito ou comissões de gestão, e a possibilidade de ser exigido ao investidor margem ou desembolso adicionais.

2.2.2.2. *Recepção de ordens para plataformas de negociação*

À recepção de ordens para plataformas de negociação está subjacente o conceito de colocação de produtos financeiros complexos. Na verdade, este conceito é fulcral na medida em que o Decreto-Lei n.º 211-A/2008 apenas exige a entrega prévia de um documento informativo no caso de colocação de PFCx.

Deste modo, exige-se estabelecer a distinção conceptual entre colocação activa e passiva. A colocação activa engloba os casos em que a colocação de determinado PFC no mercado é realizada pelo próprio intermediário financeiro, nele adoptando um posicionamento activo e dinâmico com o intuito de captar a atenção e o interesse do investidor através da sua divulgação da sua subscrição em quaisquer meios publicitários ou comunicações usuais.

Pelo contrário, por colocação passiva entende-se a inversão de posição do intermediário financeiro na relação (pré)contratual, não sendo agora responsável pela iniciativa nem pela divulgação do produto, actuando como sujeito passivo de uma relação em que a iniciativa pertence ao investidor. Por isso, manterá todos os direitos correspondentes dos deveres que impendem sobre os intermediários financeiros⁶, à excepção do direito de receber um documento informativo.

Assim, como se afirma no preâmbulo do Regulamento, “não constitui colocação de produtos financeiros complexos a mera recepção de ordens para plataformas de negociação nas quais sejam negociáveis estes produtos”. A justificação para esta excepção não se detém no facto de

a colocação ser passiva e de, por esse facto, não dever impor-se um dever ao intermediário financeiro cuja teleologia reside na circunstância de constituir um contrapeso do benefício que este retira de uma comercialização activa, *in casu* inexistente (afloramento do princípio *ubi commoda, ibi incommoda*), resultando também da circunstância de as plataformas de negociação (v.g. mercado regulamentado) constituírem um meio que permite que a execução da ordem, dada pelo investidor, pelo intermediário financeiro seja efectuada em contacto com os produtos comercializados por vários intermediários financeiros em concorrência entre si.

2.2.2.3. *Exchange Traded Funds (ETFs)*

Os ETFs são fundos de investimento abertos, admitidos à negociação numa bolsa de valores, cuja performance está geralmente relacionada com o desempenho de um determinado indicador de referência, v.g. índice, activo ou instrumento financeiro.

Podem distinguir-se vários tipos de ETFs: *Leverage* ETF; *Inverse* ETF; *Leverage Inverse* ETF, e *Actively Managed* ETF. Os primeiros são ETF que prosseguem uma política de alavancagem, com o objectivo de multiplicar o investimento realizado. Os segundos têm o objectivo de ter uma performance inversa ao indicador de referência, ao passo que os *Leverage Inverse* ETF combinam as características dos dois primeiros, ou seja, visam obter um desempenho múltiplo da performance inversa do indicador de referência. Já os *Actively Managed* ETF são aqueles que não se limitam a seguir um determinado indicador de referência adicionando uma estratégia por parte do gestor.

6- Sobre os deveres do intermediários financeiros *vide* Fazenda Martins, “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Abril 2000, p. 330 e ss.

Dada a complexidade e o risco associados ao produto financeiro em causa, seria natural que se exigisse a formulação e apresentação de um documento informativo ao potencial investidor. No entanto, isso não sucede uma vez que um dos documentos obrigatórios para a constituição de um ETF é justamente a apresentação de um prospecto simplificado.

No caso de ETFs não constituídos em Portugal, para que a obrigação de apresentação de documento informativo se exima é necessário que sejam ETFs harmonizados, isto é, que sejam constituídos de acordo com a Directiva 85/611/CEE⁷, entretanto revogada pela Directiva 2009/65/CE⁸ com eficácia a partir de 1 de Julho de 2011 (artigo 116.º, n.º 1).

2.2.3. Publicidade

A publicidade sobre os produtos financeiros complexos depende de aprovação da CMVM, de acordo com o artigo 5.º, n.º 1, do Regulamento. A publicidade deve respeitar os requisitos de qualidade de informação previstos pelo artigo 7.º do CVM e as regras de publicidade do artigo 121.º do mesmo código.

Nos termos do n.º 2 do artigo 5.º do regulamento, a publicidade deve conter indicação de que se trata de um produto financeiro complexo, bem como as informações do artigo 3.º, n.º 3, a que este número faz alusão, na medida em que o conteúdo da mensagem publicitária o exija.

Em todas as acções publicitárias que sejam incluídas medidas de rendibilidade a publicidade deve conter as menções enunciadas pelo n.º 3: a menção de que as rendibilidades passadas não

constituem garantia de rendibilidades futuras; a identificação do período de referência; a divulgação de garantia de rendibilidade, se aplicável, e a indicação, se aplicável, de que os valores têm por base valores de cotação e de que têm ou não em consideração quaisquer encargos a suportar pelo investidor.

No caso de a CMVM não se pronunciar no prazo de 10 dias úteis a contar da data da instrução completa do pedido de aprovação, a publicidade é deferida tacitamente (artigo 5.º, n.º 4).

3. DIREITO COMPARADO

Com o presente ponto pretendemos proceder a uma análise comparativa, tomando por referência três ordenamentos jurídicos que exercem influência no nosso: alemão, francês e holands.

Com efeito, o primeiro não apresenta nenhum regime específico que regule os deveres de informação pela comercialização de produtos financeiros complexos. Já no ordenamento francês, deparamo-nos com um regime, que não tendo fonte legislativa nem regulamentar, foi desenvolvido através de uma opinião publicada pela *Autorité des Marchés Financiers* (AMF). Por fim, a ordem jurídica holandesa apresenta uma solução semelhante à portuguesa, adoptando um regime específico relativamente a este tema.

3.1. Alemanha

Neste ordenamento jurídico vigora o *Wertpapierhandelsgesetz* (Código dos Valores Mobiliários Alemão, recentemente alterado

7- Directiva 85/611/CEE do Conselho de 20 de Dezembro de 1985, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), publicada no JOUE de 31/12/1985, L 375, p. 3.

8- Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), publicado no JOUE de 17/11/2009, L 302, p. 32.

pelo artigo 1.º da Lei Federal de 31/7/2010, adiante designado por WpHG) que regula genericamente, na parte 6, secções 31 a 37a, as regras de conduta comerciais, os requisitos organizacionais, e as obrigações de transparência.

Nos termos da secção 31 (regras gerais de conduta), as empresas de investimento estão obrigadas a prestar serviços de investimento e serviços auxiliares com o devido conhecimento técnico, cuidado e diligência, sempre no interesse dos seus clientes. Além disso, devem evitar-se conflitos de interesse e, sempre que haja essa possibilidade, os clientes devem sobre isso ser informados.

As empresas de investimento estão igualmente vinculadas à prestação de informação apropriada aos clientes sobre os instrumentos ou serviços financeiros que estes queiram subscrever, de maneira compreensível e atempada, de forma a proporcionar-lhes um claro entendimento acerca: da natureza dos instrumentos e serviços que se propõem subscrever; dos riscos que incorrem; da execução a ser dada, e dos custos e taxas associados.

Parece-nos, porém, que a secção 34b, que regula a análise de instrumentos financeiros que seja susceptível de constituir uma recomendação de investimento, é a mais relevante para o tema que nos ocupa. Com efeito, estabelece-se que quem prepara informação que contenha uma recomendação directa ou indirecta no sentido de uma decisão de investimento e que se destine a um grupo não especificado de pessoas, deve fazê-lo com o devido grau de conhecimento técnico, cuidado e diligência. Todavia, a informação

financeira só poderá ser comunicada e distribuída se, simultaneamente, for revelada a identidade da pessoa responsável pela comunicação e distribuição e as possíveis situações de conflitos de interesse.

Recentemente, estas regras foram densificadas pela WA 4/2010 (Circular Administrativa), que estabelece requisitos mínimos para o cumprimento das disposições das secções 31 a 37a do WpHG.

Assim, no ponto 3.3 da WA 4/2010 encontramos um conjunto de normas que regulam a apresentação de informação dirigida a clientes. Com efeito, essa informação necessita, em primeiro lugar, de ser suficiente, compreensível e actual. Além disso, prevê-se a obrigação de demonstrar aos clientes não apenas os benefícios que podem advir da subscrição de certo produto, mas também os seus riscos. Exige-se igualmente que se disponibilize a sua performance, nomeadamente: a evolução do produto por um período, em regra, não inferior a 5 anos; caso exista informação apenas por um período inferior a 5 anos, ela deve ser discriminada numa base anual; em regra, nenhuma informação inferior a 1 ano deve ser aceite⁹; percentagens absolutas ou relativas; no caso de as performances serem apresentadas em valores brutos, deve-se indicar qual o impacto que as comissões, taxas e outros encargos têm nesses valores.

Na Alemanha não existe, pois, nenhum regime específico que regule os deveres de informação pela comercialização de produtos financeiros complexos. Pelo contrário, o seu regime caracteriza-se pela existência de regras gerais acerca do comportamento que as empresas de

9- Esta regra tem, no entanto, uma excepção. Se o cliente tiver solicitado informação que considere necessária, e se esta se mantiver dentro de estreitos limites (não comercialização, imparcialidade), um período inferior a 1 ano pode ser aceite. A legislação dá o exemplo da informação contida em bases de dados automatizadas na Internet acerca de preços de acções.

investimento devem adoptar, junto dos seus clientes, aquando da prestação de serviços de investimento e serviços auxiliares.

3.2. França

Apesar de não existir nenhum regulamento específico relativamente à matéria da comercialização de produtos financeiros complexos, denotamos no ordenamento jurídico francês um avanço significativo levado a cabo pela AMF através de uma opinião, publicada recentemente¹⁰, tendo como âmbito de aplicação os OICVM (Organismos de investimento colectivo de valores mobiliários) constituídos segundo o direito francês, os OICVM estruturados constituídos seguindo direito estrangeiro, as obrigações estruturadas e outros títulos financeiros equivalentes (à excepção dos *warrants* autónomos).

Os diplomas legislativos e regulamentares actuais cobrem quatro pontos essenciais: primado do interesse dos clientes, informação aos clientes, avaliação da adequação/apropriação do serviço de investimento e a comunicação à AMF das actividades promocionais.

Assim, segundo a AMF, é obrigação dos emittentes e comercializadores de produtos e serviços de investimento, nomeadamente: estabele-

cerem mecanismos que permitam assegurar que quem comercializa compreenda exactamente o que está a vender; apreciar a estrutura de custo de cada produto e dar o respectivo enquadramento jurídico; fazer uma selecção dos clientes-alvo, de acordo com o conjunto de vantagens e desvantagens do produto específico, e verificar se a venda de determinado produto não serve para, indirectamente, comercializar um outro cuja comercialização a clientes não qualificados seja proibida.

Todavia, apesar destes deveres, a *Autorité des Marchés Financiers* identificou alguns (quatro) riscos associados à comercialização destes produtos. Na verdade, a complexidade que revestem pode gerar a possibilidade tanto de má apreensão dos riscos por parte do cliente como a ininteligibilidade do produto.

Concretizando, a AMF considera que há má apreensão do risco pelos clientes em três casos: má apresentação escrita ou oral dos riscos e/ou do rendimento do produto (critério 1)¹¹; o produto ser pouco familiar em razão dos activos subjacentes (critério 2)¹², e a sujeição da rendimento do produto a uma pluralidade de condições relativas a uma pluralidade de activos diferentes (critério 3)¹³. Relativamente ao risco de ininteligibilidade do produto, a AMF refere que pode suceder dependendo do

10- *Vide Position de l'AMF n.º 2010-05 du 15 octobre 2010 – Commercialisation des intruments financiers complexes*, disponível em http://www.amf-france.org/documents/general/9631_1.pdf.

11- *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 6. Este risco é potencialmente elevado no caso de instrumentos financeiros em que a performance seja sensível a cenários extremos (v.g. baixa abrupta dos mercados, mudança do clima económico). É, designadamente, o caso dos produtos que são apresentados como aliando o reembolso de capital na maturidade à performance. Além disso, os ganhos são usualmente descritos como sendo praticamente garantidos e os cenários demonstrados são quase sempre os mais favoráveis. Desta forma, o cliente não qualificado pode não apreender o risco de um produto que seja extremamente sensível a um cenário desfavorável.

Este risco também foi posto em evidência pelo estudo de impacto feito pela Comissão Europeia no âmbito da *Comunicação da Comissão sobre Pacotes de Produtos de Investimento de Retalho*, Bruxelas, 30/4/2009, COM(2009) 204 final. *Vide Commission Staff Working Document accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – Package Retail Investment Products – Impact Assessment*, Brussels, 30/4/2009, SEC(2009) 556, p. 13.

12- *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 7. Este critério engloba aqueles casos em que os activos subjacentes de determinado produto são dificilmente compreensíveis e geralmente não observáveis individualmente no mercado, tal como a volatilidade de um activo ou a correlação entre vários activos. Consequentemente, em razão da escassez de informação, o investidor não qualificado não se encontrará em condições de seguir a evolução dos activos subjacentes.

13- *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 8. Nos termos deste critério, o cenário de mercado a antecipar pelo investidor é dificultado pelo facto de a rendimento do produto estar associada a diversas condições relativas a vários activos diferentes (v.g. acções, taxas de juro).

número de mecanismos que compõe a fórmula de cálculo da rendibilidade do instrumento financeiro (critério 4)¹⁴.

Neste sentido, sustenta-se que, no caso das obrigações estruturadas, se a garantia de capital investido for inferior a 90% e se se enquadrarem em pelo menos um dos critérios descritos¹⁵, apresentam um risco de comercialização significativo, ao ponto de dificilmente poderem cumprir as obrigações legislativas e regulamentares descritas¹⁶.

A descrição realizada tem implicações no que diz respeito à actividade promocional, desde que relacionadas com oferta pública ou admissão à negociação em mercado regulamentado. Com efeito, a AMF traça uma distinção entre instrumentos financeiros estruturados muito complexos apresentando um elevado risco de inadequação na comercialização¹⁷; instrumentos financeiros estruturados complexos podendo apresentar um risco de inadequação na comercialização¹⁸, e instrumentos financeiros simples, não apresentando à partida qualquer risco de inadequação na comercialização¹⁹.

Nos termos do artigo 212-28 do Regulamento Geral da AMF, com as modificações introduzidas pela Ordem de 8 de Dezembro de 2010,

todas as actividades promocionais necessitam de ser comunicadas previamente à AMF, mas as medidas tomadas pelo regulador dependem da qualificação dada a cada produto.

Na verdade, a actividade promocional dos produtos muito complexos e com risco elevado deve conter, em caso de oferta pública ou admissão à negociação em mercado regulamentado, além da informação de que o produto foi remetido ao regulador e o nome das entidades responsáveis pela emissão e comercialização, uma menção a negrito com o seguinte conteúdo:

“No entanto, a AMF considera que este produto é demasiado complexo para ser comercializado junto dos investidores não qualificados e, por isso, não procedeu à análise dos documentos comerciais”

Os suportes publicitários relativos a instrumentos complexos e com algum risco, a utilizar por ocasião de oferta pública ou admissão à negociação em mercado regulamentado, se não fizerem referência de que foram objecto de comunicação prévia à AMF, não têm de incluir qualquer menção específica. Pelo contrário, se essa referência existir, deve-se incluir a seguinte menção:

14- *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 9. Segundo a AMF, a compreensão do risco assumido requer uma apreciação adequada do modo como se processa o cálculo do rendimento do produto. Logo, no caso de existirem mais de três mecanismos diferentes para o cálculo do rendimento, a previsão de um possível ganho ou perda torna-se bastante inacessível.

15- O risco enunciado pelo critério 1 é excluído na eventualidade de apresentação apropriada por parte do comercializador, ou seja, se o produto for apresentado como uma alternativa a um produto com activos subjacentes e através de uma simulação do pior cenário em que o produto pode incorrer.

16- *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 10.

17- Produtos que garantem menos de 90% do capital investido e que preenchem pelo menos um dos critérios de risco referidos. *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 14.

18- Produtos que garantem pelo menos 90% do capital investido ou que não preenchem qualquer dos critérios de risco. *Vide Position de l'AMF...*, cit., p. 14.

19- Apesar de não estar especificado na opinião da Autoridade, os produtos simples serão aqueles que, em vez de preencherem uma das alternativas dos produtos complexos, cumprem ambos os requisitos.

“O prospecto de produto complexo proposto foi remetido à (nome da entidade reguladora) Este suporte é estabelecido por [nome da(s) entidade(s) responsável (eis)]

Relativamente aos produtos simples e sem risco aparente, não é exigida a incorporação de qualquer menção específica.

Acresce que a comercialização de instrumentos financeiros estruturados, de forma a cumprir as normas de comercialização em vigor, necessita de respeitar o princípio da diversificação do portfólio de risco do investidor não qualificado.

Se o valor nominal ou o montante de subscrição inicial do produto for igual ou superior a 50.000 euros e essa comercialização permitir uma diversificação do risco a que o cliente está exposto, devem os prestadores desses serviços financeiros assegurar o cumprimento das regras já mencionadas.

Pelo contrário, se o valor nominal ou o montante inicial de subscrição for inferior a 50.000 euros ou se for igual ou superior a esse montante sem que haja a preocupação de diversificar o risco do cliente, a AMF julga ser particularmente difícil o cumprimento da legislação actual, ou seja, caberá ao intermediário financeiro demonstrar que fez cumprir todos os deveres de comercialização a que está obrigado.

3.3. Holanda

A Holanda tem, a par de Portugal, um regime próprio para os produtos complexos, embora não seja em forma de regulamento autónomo mas sim num regulamento da AFM (*Autoriteit Financiële Markten*) contendo normas adicionais relativamente à supervisão da conduta de sociedades financeiras²⁰, que data de 8 de Novembro de 2007.

Neste regulamento encontramos normas específicas no que diz respeito à publicidade e comercialização de produtos financeiros complexos, em sede pré-contratual.

Relativamente à publicidade, a secção 2:1 deste regulamento, em conjugação com a secção 52 do Decreto de 12 de Outubro de 2006 relativo à supervisão da conduta das sociedades financeiras, estabelece que, no caso de publicidade efectuada em papel²¹, ela deve conter informação acerca dos principais riscos do produto complexo no canto superior direito do texto publicitário, exemplificado por um indicador de risco.

Se a publicidade for feita via *Internet*, a informação e o indicador referidos devem ser apresentados imediatamente ao lado da informação relativa ao produto²². Na hipótese de um anúncio televisivo, a informação e o indicador de risco relativos aos produtos publicitados devem

20- Vide *Further regulations of the Netherlands Authority for the Financial Markets of 15 November 2006, containing rules relating to the supervision of conduct of financial enterprises pursuant to the Act on Financial Supervision (Further Regulation on the Supervision of the Conduct of Financial Enterprises pursuant to the Act on Financial Supervision*, disponível em <http://www.afm.nl/en/professionals/regelgeving/wetten/wft.aspx>

21- Nos termos da secção 2:1, n.º 9, no caso de publicidade em tamanho A4 ou mais pequeno, com um diâmetro mínimo de 4 cm, a informação deve aparecer a preto ou a vermelho. Se a publicidade for superior ao tamanho A4, a informação deve aparecer naqueles cores, devendo, no entanto, ocupar uma área nunca inferior a 5 % do anúncio.

22- Nos termos da secção 2:1, n.º 10, do regulamento em análise, a informação deve aparecer no mínimo a 180 x 180 pixels, a preto ou a vermelho, devendo ser referido que o seu tamanho é determinado de acordo com uma resolução de monitor de 1024 x 768.

aparecer na parte inferior do ecrã e durante todo o período de tempo do anúncio²³.

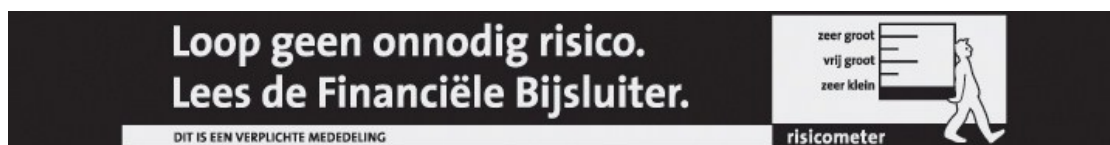
O indicador de risco referido é um instrumento formulado pela Autoridade, servindo de suporte visual para que o investidor tenha uma percepção mais adequada do nível de risco que determinado produto representa.

Segundo a AFM, existem vários níveis de risco: muito baixo, baixo, razoavelmente elevado, elevado e muito elevado. O risco será muito baixo se o capital (e todos os custos) for total-

mente garantido e o produto seja emitido por uma instituição sujeita a supervisão prudencial. A partir daqui, o nível de risco varia consoante o GUISE²⁴. Assim, o risco será baixo, razoavelmente elevado, elevado ou muito elevado, se: o GUISE for 95% ou mais e o produto seja emitido por uma instituição sujeita a supervisão prudencial; se o GUISE for de 90% ou mais; de 90 % a 75 %, e inferior a 75 %^{25,26}, respectivamente.

Passamos a exemplificar dois tipos de indicadores:

1) Indicador de um produto de muito baixo risco:



2) Indicador de um produto com risco muito elevado:



Já no caso de o anúncio ser difundido na rádio, deve ser fornecida, no final da gravação, informação acerca dos principais riscos financeiros e não financeiros que decorrem da subscrição de tais produtos.

Aquando da comercialização de produtos financeiros complexos os comercializadores

devem disponibilizar, de acordo com o secção 2:2 do regulamento, um conjunto de informações sobre: rendibilidades passadas; possíveis rendibilidades futuras; custos, sendo obrigatório que esta seja apresentada em número absolutos ou percentagens e em forma cumulativa; principais riscos financeiros, podendo ser substituídos pela formulação de um indicador de risco baseado no perfil do investidor.

23- Nos termos da secção 2:1, n.º 11, do regulamento em análise, a informação deve ser apresentada, no mínimo, a 10 % do tamanho do anúncio.

24- O GUISE é um instrumento que visa aumentar a transparência na comercialização destes produtos. Trata-se de uma medida de perda potencial, que traduz a média de pagamentos em caso de ocorrência de eventos extremos negativos (10% dos casos mais desfavoráveis), e é calculado de acordo com o anexo 4 do regulamento da AFM.

25- Vide secção 3:6, n.º 3, do regulamento. Sobre o método de cálculo do GUISE vide o relatório da Autoriteit Financiële Markten, *A quantitative risk indicator for financial products*, Amsterdão, 2007, p. 18 e ss.

26- Isto quer dizer que, para que o produto seja classificado como tendo o risco máximo, basta que o montante de perda, nos 10% dos casos mais desfavoráveis para o investidor, seja superior a 25%.

A obrigatoriedade de apresentar um documento informativo para os produtos complexos decorre da secção 3:2, n.º 1 (v.g. produtos de empréstimo, empréstimo com garantia ou de investimento). Nas secções subsequentes, ou seja, desde a secção 3:3 à secção 3:10, detalha-se um conjunto de informações que devem constar do documento informativo: descrição do produto; indicador de risco; um panorama de todos os custos do produto; três gráficos em que se descreva a rendibilidade histórica, um cenário de rendibilidade anual de 4% e um cenário pessimista (com base no GUISE), bem como uma descrição das consequências da cessação prematura do produto²⁷.

4. PROPOSTAS DE REFORMA DO REGULAMENTO DA CMVM N.º 1/2009

4.1. Plataformas de negociação

Como já foi referido *supra*, ponto 2.2.2.2., nas situações em que haja mera recepção (passiva) de ordens em plataformas de negociação não é necessária, pelas razões oportunamente expostas, a apresentação de um documento informativo ao investidor.

A referida excepção, descrita no preâmbulo do Regulamento, está pensada para os casos em que é o investidor que tem a iniciativa de dar uma ordem de compra por recurso a um determinado intermediário financeiro que lhe proporciona acesso a uma plataforma ou mercado onde os produtos se encontram admitidos à negociação.

O caso descrito não contempla, pois, aquelas hipóteses em que a entidade colocadora disponibiliza uma plataforma própria onde se podem subscrever produtos de uma determinada entidade emitente.

Estes casos, mais propriamente qualificados como internalização sistemática, diferem daqueles a que se refere o preâmbulo do regulamento. Com efeito, a relação que por esta via se estabelece entre investidor e emitente é quase directa, servindo a entidade colocadora como mero veículo intermediário para a negociação. Pelo contrário, nas plataformas de negociação em que os produtos se encontram admitidos à negociação (em mercado regulamentado), a ordem de compra é dada ao intermediário financeiro que a executa nesse mercado, por conta do cliente, não se estabelecendo qualquer relação entre o investidor num determinado valor e o seu emitente.

Por outro lado, nas hipóteses de plataformas próprias, a entidade colocadora tem, frequentemente, interesse na promoção dos produtos, uma vez que poderá receber comissões mais elevadas no caso de haver maior quantidade de subscrições. Coisa que não sucederá, em princípio, na negociação que tenha como objecto valores admitidos à negociação em mercado regulamentado, uma vez que a comissão do intermediário financeiro será sempre tendencialmente a mesma, independentemente do concreto valor que seja adquirido ou alienado.

27- O comercializador deve especificar se existem ou não penalizações para o investidor no caso de cessação prematura do produto por razão que não seja o seu falecimento.

Apenas nesta última hipótese, isto é, só no caso de a entidade colocadora adoptar um comportamento activo na promoção da plataforma²⁸ e, por essa via, dos produtos comercializados pelo intermediário financeiro, é que haverá que exigir um documento informativo.

Assim, a solução preferível, susceptível de afastar dúvidas quanto ao efectivo âmbito de exclusão de aplicação do Regulamento, será a de adoptar, no seu corpo, uma norma que preveja este tipo de situações.

4.2. Distinção de uma fase pré-contratual e uma fase contratual

O ordenamento jurídico-financeiro em Portugal apresenta já uma série de regras densas e completas no que diz respeito ao momento pré-contratual da relação intermediário financeiro – investidor²⁹. Com efeito, o documento informativo exigido pelo Regulamento deve conter, no mínimo, toda a informação nele elencada, de modo sucinto e claro.

Todavia, não avança no sentido de proteger a relação jurídica que emerge do vínculo contratual. Situa-se, pois, a montante e não a jusante, pelo que se impõe analisar se, e como, se poderia regular a relação jurídico-contratual.

4.2.1. Fase contratual

Uma obrigação, nos termos do artigo 397.º do Código Civil “é o vínculo jurídico por virtude do qual uma pessoa fica adstrita para com outra à realização de uma prestação”. Evidentemente que podem ocorrer determinadas vicissitudes que ponham em causa o cumprimento das obrigações e, por isso mesmo, estão previstos, no

mesmo Código, determinados mecanismos para remediar o inadimplemento contratual (v.g. regras relativas ao não cumprimento previstas no artigo 790.º e ss) ou para terminar antecipadamente o contrato (v.g. resolução do contrato plasmadas no artigo 432.º e ss).

Ora, é lícita a afirmação de que da subscrição de determinado produto financeiro complexo resultam obrigações para os contraentes. Ao comercializador cabe investir o capital que lhe foi confiado nos termos e condições contratualmente estipuladas, ao passo que ao investidor compete, nos termos do contrato assinado, disponibilizar (ou reforçar, se assim for estipulado) o capital (valor de subscrição).

No entanto, actualmente, não estão previstos quaisquer mecanismos que confirmam garantias aos investidores numa fase posterior à subscrição do produto, nomeadamente a possibilidade de os investidores reaverem o capital por eles investido num produto que, durante a sua duração e por razões várias (em especial a perda do capital investido), pode já não ser do seu interesse.

4.2.1.1. Princípios fundamentais subjacentes à proposta

Existem, desde logo, princípios essenciais que, julgamos, sustentam uma eventual proposta de aditamento ao Regulamento de determinadas normas que garantam protecção ao investidor durante o período de vigência do produto financeiro complexo.

O princípio base de toda a nossa argumentação assenta na necessidade de protecção da parte mais fraca. Na verdade, este é um princípio

28- Muitas vezes são plataformas que disponibilizam um produto apenas, e em que, por isso, a sua própria designação se pode confundir ora com a plataforma, ora com o serviço prestado, dessa forma assumindo características publicitárias.

29- Não só em relação a produtos financeiros complexos, mas também relativamente ao crédito ao consumo. Vide Paulo Câmara, “Crise financeira e regulação”, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 69, 2009, p. 716.

essencial de todo o Direito das Obrigações, pelo que não se vê razão para não o convocar nesta matéria, uma vez que a subscrição deste tipo de produtos assenta sempre na celebração de um contrato.

Por outro lado, não vislumbramos razão suficiente para tratar matérias tão conexas de maneiras tão distintas, isto é, à densidade e rigor com que se trata a fase prévia à subscrição de PFCx contrapõe-se o **vazio legal** que caracteriza a sua fase de observação.

Outrossim, sendo o princípio da protecção da parte mais fraca, aqui entendida como investidor não qualificado porque com menos informação e experiência técnico-financeira, que constitui a *ratio legis* (ou pelo menos uma das razões de ser) do Regulamento, parece-nos que a teleologia do mesmo não se basta com a protecção num momento pré-contratual. Efectivamente, a boa interpretação deste critério, em especial no domínio financeiro, leva-nos a concluir pela extensão da protecção ao nível do próprio momento de vigência do contrato – *a final*, a verdadeira razão de ser da sua subscrição reside na relação entre as vicissitudes provocadas pelas variações da evolução do produto face às expectativas de cada investidor.

Este princípio fundamental da protecção do cliente/investidor, ganha um relevo extremamente importante se analisarmos as propostas realizadas pela AMF (*vide supra*, ponto 3.2). Com efeito, esta autoridade alerta para o facto de

poderem existir determinados riscos na comercialização de PFCx: má apreensão dos riscos e ininteligibilidade do produto. Evidentemente que estes riscos podem ser minorados no caso de o comercializador cumprir cabalmente os seus deveres de informação, mas nada garante que estes riscos desapareçam por completo.

Mais: o facto de se saber, previamente, que se corre determinados riscos³⁰ ao subscrever este tipo de produtos não deve servir de justificação para negar aos investidores protecção contratual. Afinal de contas, toda a área financeira comporta uma (grande) álea (tal como os jogos de fortuna e azar, por exemplo) e não é por isso que deve deixar de ser regulada. Muito pelo contrário: é precisamente pela álea a que estes produtos sujeitam os seus subscritores (não qualificados, sublinhe-se) que faz com que se imponha um especial cuidado no tratamento jurídico a conferir a esta matéria.

Por fim, é de referir o princípio do primado do interesse do cliente, que perpassa toda a área financeira³¹. Com efeito, este princípio pode servir como mais um suporte a uma maior protecção dos investidores de produtos financeiros complexos, na medida em que foi também por esta razão que se elaborou o Regulamento, no sentido de permitir uma maior transparência, informação e equidade na relação cliente/comercializador. Assim, não se vê razão para que o emitente possa, por exemplo, gozar de um direito como a possibilidade de reembolsar antecipadamente e de forma unilateral e não

30- Além dos riscos sublinhados pela AMF, *vide* os apontados por José João de Avillez Ogando, “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, *in* Revista da Ordem dos Advogados, ano 64, 2004. O autor faz referência a: risco de oportunidade, risco de rendimento, risco de administração e risco de liquidez. A estes se junta um outro, “o risco sistémico do mercado que redundará no afastamento de investidores, fazendo com que as crises inicialmente localizadas se propaguem a outras entidades ou a outros mercados, num verdadeiro “efeito dominó”. O autor refere ainda o risco de informação ao nível da acessibilidade subjectiva (dado o desnível existente entre os sujeitos envolvidos) e ao nível da acessibilidade objectiva (desigualdades que têm origem em factos que ocorrem apenas na esfera de acção de certos agentes, v.g. factos com relevância para a formação de preços.

31- Destacamos os casos das entidades gestoras e depositários de OIC, e dos intermediários financeiros. Na verdade, nos termos do Decreto-Lei n.º 71/2010, as entidades gestoras e os depositários devem agir no exclusivo interesse dos participantes (artigo 33.º, n.º 1, e 40, n.º 1, respectivamente). Já no caso dos intermediários financeiros, no caso de ocorrência de conflitos de interesse, estes estão obrigados, nos termos do artigo 309.º, n.º 3, do CVM, a dar prevalência aos interesses do cliente, tanto em relação aos seus próprios interesses ou de sociedades com as quais se encontre em relação de domínio ou de grupo, como em relação aos interesses dos titulares dos seus órgãos sociais ou dos de agente vinculado e dos colaboradores de ambos.

haver qualquer tipo de direito por parte do investidor, situação claramente precária, que não se compadece com o princípio ora em análise.

4.2.1.2. *Dicotomia risco/incerteza no sistema económico: a incerteza como elemento predominante e como fundamento de actuação das entidades reguladoras*

Na ciência económica encontramos um debate secular no que diz respeito à dicotomia do risco e da incerteza³².

O risco pode ser definido como a susceptibilidade de determinar ou medir certo evento futuro a partir de factos presentes, ou seja, enquadra-se no domínio do que é possível prever com maior ou menor exactidão. Na verdade, o risco só o é porque a probabilidade da ocorrência de um determinado evento, ao invés de outro, é cognoscível e calculável.

Pelo contrário, a incerteza apresenta-se como algo não determinável dada a inexistência de bases científicas que possibilitem a formulação de qualquer cálculo futuro. No fundo, a incerteza constitui a limitação do pensamento e raciocínio humanos, pela nossa intrínseca incapaci-

dade de prever determinados eventos futuros, independentemente do estado da arte³³.

É a partir desta *summa divisio* que se funda a argumentação dissonante da *mainstream economics* e da perspectiva económica heterodoxa. Assim, a perspectiva da primeira “edifica-se em torno da assunção da ergodicidade e da rejeição da histerese. Deste modo, o sistema económico seria determinístico, não estocástico, imutável e a-histórico”³⁴, o que faria com que o sistema se assumisse como imutável, linear e fechado. Daí a possibilidade de quantificar e medir a probabilidade da ocorrência de determinados eventos futuros. Por outras palavras, para esta corrente económica o risco é o único pólo possível, uma vez que parte do pressuposto de que todo o sistema económico se assume como intrinsecamente completo e partindo de assunções correctas³⁵.

No pólo oposto, a corrente económica heterodoxa assume a histerese como característica do sistema económico, rejeitando a ergodicidade. Para esta perspectiva o sistema é evolutivo, não linear e histórico, o que, conseqüentemente, o torna imprevisível, aberto e dinâmico. Numa palavra: segundo a perspectiva económica

32- Sobre o tema *vide* a dissertação de doutoramento de José Quelhas, *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, policopiado, Coimbra, 2009.

33- *Vide* José Quelhas, *Sobre as crises...*, *Ob., cit.*, p. 194 e ss, em que o autor refere que Keynes faz uma distinção entre probabilidade e incerteza. Para Keynes, no conceito de probabilidade estariam presentes, por exemplo, o resultado de um jogo de roleta, a possibilidade de amortização de um título de dívida pública por sorteio, a expectativa de vida, o estado do tempo. Efectivamente, todos estes exemplos têm um denominador comum, que é a probabilidade. Ou seja, em qualquer destes casos existe um conjunto de hipóteses possíveis e determinadas e calculáveis.

Pelo contrário, Keynes afirma que acontecimentos incertos serão a perspectiva de uma guerra, a evolução das taxas de juro por um período de 20 anos, o regime de propriedade no futuro.

34- *Vide* José Quelhas, *Sobre as crises...*, *Ob., cit.*, p. 402.

35- Daí que, para a *mainstream economics*, os conceitos de risco sistémico e de incerteza sistemática sejam absurdos. Na verdade, e no que diz respeito ao primeiro, sendo o sistema determinístico e linear, seria simples prever determinadas perturbações e actuar adequada e atempadamente. Já o segundo conceito seria absurdo pois o sistema não padece de incerteza, sendo as crises excepcionais e exógenas imputáveis a factores não económicos (v.g. comportamento de políticos). *Vide* José Quelhas, *Sobre as crises...*, *Ob., cit.*, p. 565 e 776-777.

heterodoxa o sistema é incerto e imprevisível, existindo, pois, uma irredutibilidade da incerteza face ao risco³⁶.

Hoje em dia há, porém, a percepção clara da sistematicidade do risco e na incerteza inerente aos sistemas económicos³⁷. Este facto é o que despoleta a necessidade de actuação do Estado no mercado e que funda o actual período em que vivemos: o do Estado-Regulador ou Estado-Garantia³⁸.

Adaptando o exposto aos produtos financeiros complexos, é claro que há um risco ao subscrever um produto financeiro complexo. Esse risco advém de vários factores, entre eles a iliteracia financeira³⁹ da generalidade dos investidores e a volatilidade do produto no que diz respeito à rendibilidade e à garantia do capital investido. Porém, esse risco pode ser mitigado⁴⁰ numa fase prévia à subscrição, designadamente através da apresentação de um documento informa-

tivo aos investidores, corrigindo um pouco a assimetria de informação existente.

Todavia, aceitando a perspectiva económica heterodoxa, somos forçados a retirar a seguinte conclusão: os riscos que são dados a conhecer ao investidor de acordo com o estado da arte não são idóneos a revelar acontecimentos futuros⁴¹. De facto, nenhum emitente/comercializador poderá dizer ao certo qual será o montante de capital que se poderá perder (no caso de não haver capital garantido), qual será o montante de rendibilidade do produto, qual será a frequência do pagamento do cupão (no caso de o produto ter várias datas de observação dos activos subjacentes), etc.

A pedra de toque é, pois, que a incerteza está subjacente ao sistema económico (e financeiro) pelo que a regulação da fase pré-contratual é importante apenas no que concerne à decisão de investir ou não, ajudando a mitigar os custos de oportunidade.

36- Os conceitos de risco sistémico e incerteza sistemática florescem, naturalmente, no seio desta perspectiva. Com efeito, na órbita dum pensamento que concebe o sistema económico como imprevisível e incerto, é natural que o risco seja sistémico (dada a imprevisibilidade/incognoscibilidade de eventos futuros) e a incerteza seja intrínseca ao sistema, em virtude do inexorável falhanço de qualquer tipo de identificação de vulnerabilidades ou interpretação de sinais de alerta no que diz respeito a previsão de crises ou que possa contribuir para a estabilidade do sistema. Assim, o pólo da irredutibilidade da incerteza ao risco advoga a não excepionalidade e o carácter endógeno das crises. *Vide* José Quelhas, *Sobre as crises...*, *Ob., cit.*, p. 566 e 778-779.

37- Bem patente no exemplo da evolução das taxas de juro, dado por Keynes, e que pode ser transposto para os dias de hoje, em que floresce a especulação dos investidores no que às dívidas soberanas de alguns países diz respeito, resultado da incerteza de aqueles no cumprimento das obrigações a longo prazo por parte destes. Por seu turno, a subida das taxas de juro relativamente a um país não afecta apenas o país em causa, mas uma multiplicidade de países. Veja-se o exemplo da Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha, e Itália (os chamados PIIGS), em que a subida das taxas de juro no primeiro e no segundo levaram a que o Fundo de Estabilização Europeu e do Fundo Monetário Internacional fosse accionado, imediatamente afectando as taxas de juro dos restantes países mencionados.

38- Sobre o assunto *vide* João Nuno Calvão da Silva, *Mercado e Estado – Serviços de Interesse Económico Geral*, Almedina, 2008.

39- Sobre o tema *vide*, Margarida Abreu e Victor Mendes, “Cultura financeira dos investidores e diversificação das carteiras”, *Working Paper* Economia, ISEG, n.º 10, 2006.

40- Dizemos mitigar e não excluir, precisamente porque nos parece que muito raramente se conseguirá informar um investidor não qualificado ao ponto de este poder entender completa e correctamente o produto em que está a investir, nomeadamente os activos de que depende a sua rendibilidade.

41- No sentido de que as regras de informação e de venda reduzem, mas não excluem o risco de um resultado negativo *vide* a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho – Pacotes de Produtos de Investimento de Retalho, *cit.*, p. 6.

À luz do exposto parece-nos que este é, efectivamente, mais um motivo a favor da introdução de normas jurídicas que regulem a fase contratual no Regulamento.

4.2.1.3. Direitos dos investidores na fase contratual: deveres de informação e garantia de mercado secundário

a) Deveres de informação

O Regulamento, na sua redacção actual, prevê, no seu artigo 6.º, que o documento informativo a apresentar em nada prejudica os deveres de informação dos intermediários financeiros previstos no artigo 312.º-A e ss do CVM. Consequentemente, de acordo com um elemento de interpretação sistemático, deve-se entender que a remissão se destina ao Título IV (Intermediação), Capítulo I (Disposições gerais), secção III (Organização e exercício), subsecção VIII (Informação a investidores) do CVM, ou seja, para os artigos 312.º-A a 312.º-G.

Ora, atentando nos referidos artigos, constatamos os deveres de informação a que se referem à fase pré-contratual, como sublinha o artigo 312.º-B, n.º 1: “O intermediário financeiro deve prestar a investidor não qualificado, com antecedência suficiente à vinculação a qualquer contrato de intermediação financeira ou, na pendência de uma relação de clientela, antes da prestação da actividade de intermediação financeira proposta ou solicitada...”.

Assim, sublinhamos a necessidade de se incluir, no Regulamento, um artigo em que se remeta para os deveres de informação a prestar na fase contratual que se encontram previstos nos

artigos 323.º a 324, no capítulo II (Contratos de intermediação) subjacente ao Título já referido, visto que o artigo 6.º do Regulamento não remete para este Título.

b) Garantia de mercado secundário

Para além dos deveres de informação que impendem sobre os intermediários financeiros durante a fase contratual sustentamos que, durante o período de observação do produto financeiro complexo, devem igualmente assistir aos investidores direitos no que concerne à cessação dos efeitos do contrato.

Na óptica de protecção da parte mais fraca, parece-nos que a possibilidade de cessar a produção de efeitos do contrato relativamente ao investidor, através da garantia de mercado secundário, isto é, garantindo liquidez no caso de este não ter a intenção de prosseguir com o PFC em sua carteira, constitui assim o instrumento jurídico adequado a conferir uma protecção fundamental.

Não queremos com isto afirmar que cesse o período de observação do produto em si mesmo. Pelo contrário, o produto financeiro complexo continuaria a vigorar, mas agora na posse de outro investidor que estiver interessado naquele produto em concreto. Ponto é que o intermediário financeiro emitente do produto garante a existência de mercado secundário, quer através da compra directa do produto, podendo naturalmente revende-lo, quer através da compra do produto por outro investidor.

Na verdade, podem subscrever-se PFCx cuja informação prévia não tenha sido suficientemente esclarecedora, dada a complexidade do produto⁴².

42- Se a compreensão deficiente for causada pela iliteracia do investidor, o problema já se põe na óptica do não cumprimento dos deveres dos intermediários financeiros no que diz respeito à avaliação dos conhecimentos dos clientes, nos termos do artigo 304.º, n.º 3, do CVM. Neste caso, o intermediário financeiro pode ser civilmente responsável, indemnizando os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação deste dever (artigo 304.º-A, n.º 1, do CVM).

Por isso, faz sentido que este instrumento opere como garantia de que o investidor possa decidir vender antecipadamente o produto e ver reembolsado o capital que investiu (parcial ou totalmente, de acordo com o valor de mercado do produto), por um período de tempo determinado.

Assim, é nosso entendimento que se deve traçar uma distinção entre produtos financeiros complexos sem garantia de capital investido na maturidade e produtos financeiros complexos com garantia de capital na maturidade. Esta distinção baseia-se no facto de, em produtos susceptíveis de apresentar elevada alavancagem, ser essencial focarmo-nos no capital inicialmente investido, sendo essa uma das razões que levam à regulação dos PFCx, pelo que parece razoável e adequado que este seja o pano de fundo.

Relativamente aos produtos com capital garantido, desde logo se descortina uma característica fundamental: não haver possibilidade de perda de capital por parte do investidor. Consequentemente, tendo em conta que o produto oferece a segurança (relativa) de que pelo menos o investidor terá direito a um reembolso num valor pelo menos igual ao do investimento, a solução a propugnar terá de ter em conta o (menor) risco incorrido.

Deste modo, e tendo em conta a multiplicidade de produtos financeiros complexos que podem surgir, todos com períodos de duração distintos, a posição mais razoável será a de admitir um direito de arrependimento por parte do investidor a exercer no prazo de 10 dias úteis, a contar desde o dia em que o comercializador dá início à emissão do produto. Esta solução parece-nos a mais adequada e a que melhor conciliará a posição dos investidores e dos emitentes.

Já os produtos sem garantia de capital investido justificam uma abordagem distinta, sublinhando desde já o especial cuidado que é necessário ter neste tipo de situações. Com efeito, este género de produtos é susceptível de originar perdas bastante substanciais podendo, por consequência, afectar consideravelmente o património dos seus subscritores.

Desta forma, tendo em conta este risco excepcional, não nos repugna que haja sempre a garantia de mercado secundário em relação aos produtos em que possa haver perda de capital até a um máximo de 10% (corresponde aos denominados produtos complexos e com algum risco pela AMF) sendo, todavia, diferente a solução a propugnar para os produtos em que as perdas possam superar aquele limite⁴³.

No que diz respeito ao montante a ser reembolsado pelo emitente, defendemos que se deve seguir o valor de mercado do produto, isto é, o reembolso será efectuado tendo em conta o valor corrente do produto no momento em que respectiva venda seja solicitada pelo investidor. A solução proposta tem dois méritos essenciais: em primeiro lugar, tenta equilibrar a posição desfavorável em que o investidor não qualificado se encontra em relação ao emitente/comercializador, ao mesmo tempo que não cede à tentação de o proteger em demasia, ou seja, tem também em consideração a posição do emitente. Em segundo lugar, os interesses dos emitentes podem sair beneficiados. Com efeito, sabendo os potenciais investidores que têm a faculdade de ser reembolsados sem penalização em caso de produtos com perda de capital ou de ter um determinado tempo para o exigir no caso de o produto ter o capital garantido, os investidores não qualificados podem estar mais disponíveis a arriscar neste tipo de produtos, dessa

43- No caso de produtos que não garantam perdas no mínimo até 10%, *vide infra*, ponto 4.3.

forma se salvaguardando os interesses dos emittentes ao nível da captação de aforro.

4.3. Produtos financeiros muito complexos

A autoridade dos mercados financeiros francesa propugna que os produtos considerados muito complexos e com elevado risco (que garantam menos de 90% do capital investido), devem conter uma menção a negrito com a informação de que a AMF considera o produto demasiado complexo para ser negociado junto dos investidores não qualificados e que, por isso, não procedeu ao controlo dos seus suportes comerciais (*supra*, ponto 3.2).

Parece-nos que esta orientação é certa, mas que poderia ser levada um pouco mais longe, no sentido de apenas permitir a comercialização deste tipo de produtos junto de investidores qualificados. Um dos produtos que poderia estar englobado neste conceito, seria aquele em que, dada a alavancagem financeira, se pudesse perder mais que o total do capital investido (v.g. *Contracts for difference*).

Esta proposta estaria ainda em consonância com o direito da União Europeia, nomeadamente no que diz respeito à nova proposta de directiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativo (daqui para a frente, FIA)^{44,45}.

De facto, a proposta de Directiva vai no sentido de exigir uma autorização aos gestores de fundos que não sejam OICVM harmonizados, pela razão fundamental de que os fundos de investimento permitem uma combinação diferenciada de regras, conferindo maior liberdade à sociedade gestora na definição das suas políticas de investimento através da possibilidade de deter uma carteira mais diversificada.

Um bom exemplo de fundos de investimento alternativo são os fundos com cobertura de risco (os chamados *hedge funds*) que conferem grande liberdade à sociedade gestora e por isso mesmo mais especulativos e alavancados.

Assim, a proposta refere que “muitos FIA acarretam um nível relativamente elevado de risco (ou de perda de grande parte ou da totalidade do capital investido) e/ou apresentam outras características que fazem com que não sejam adequados para investidores não profissionais. Em especial, podem levar os investidores a conservarem os seus investimentos durante períodos superiores ao aceitável para fundos de retalho”⁴⁶. Por conseguinte, e porque “as estratégias de investimento são normalmente complexas e envolvem frequentemente investimentos em valores ilíquidos ou de difícil avaliação”⁴⁷ é natural que a comercialização dos fundos de investimento alternativo seja limitada aos investidores qualificados nos termos da DMIF.

44- Vide Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Directivas 2004/39/CE e 2009/.../CE, Bruxelas, 30/4/2009, COM(2009) 207 final.

45- Ou organismos especiais de investimento, na designação do artigo 49.º, n.º 2, do regulamento da CMVM n.º 15/2003.

46- Cfr. *Proposta de Directiva...*, cit., p. 7.

47- Cfr. *Proposta de Directiva...*, cit., p. 7.

5. CONCLUSÃO

Com o presente artigo procuramos fazer uma análise do regulamento da CMVM n.º 1/2009 e das suas implicações.

Efectivamente, este Regulamento vem introduzir normas bastante importantes no que diz respeito a uma maior protecção da parte mais fraca da relação entre investidor não qualificado/comercializador do produto, ao exigir a disponibilização de um documento informativo relativamente a cada produto financeiro complexo comercializado. Além disso, o documento informativo deve conter uma caixa de advertências com o principais riscos que o produto apresenta ao mesmo tempo que uma breve descrição dos mesmos no corpo do documento.

Porém, procuramos também pôr em evidência que este Regulamento tem bastante potencial para ser melhorado.

Em primeiro lugar, deveria ser adicionado um artigo em que se previsse a situação da internalização sistemática, de forma a exigir documento informativo em relação aos produtos de um determinado intermediário financeiro, no caso de a entidade colocadora promover activamente a plataforma e os produtos disponibilizados.

Em segundo lugar, é preciso reiterar que toda a informação dada aos investidores é um passo positivo e decisivo na medida em que ajuda na decisão, tornando-a mais racional e consciente, sobre o seu investimento. Ainda assim, a sua prestação pode não ser suficientemente esclarecedora para um investidor com pouca formação no que ao mercado de capitais diz respeito. Bem assim, como ficou exposto, o risco a que o produto expõe o investido pode ser mitigado,

mas a incerteza do desempenho do mesmo não é possível de prever uma vez que essa é uma condição base de todo o sistema económico e financeiro.

Estas considerações servem, pois, de suporte à nossa conclusão principal: a de que é necessário traçar uma distinção entre fase pré-contratual e fase contratual. Com efeito, o Regulamento situa-se a montante e não a jusante, isto é, não tem qualquer tipo de referência à fase da vigência do contrato celebrado entre o investidor e o comercializador.

Em relação a este ponto, pensamos que se justifica a introdução de um artigo em que se preveja a aplicação de um conjunto de regras na fase contratual que já estão previstas no CVM. Uma solução deste género estaria ainda em consonância com o artigo 6.º do Regulamento.

Por outro lado, julgamos que a defesa do investidor não se deve bastar com a prestação de informação. Com efeito, defendemos que o investidor deve ter a garantia de existência de um mercado secundário, sendo por essa via reembolsado antes da maturidade do produto, dessa forma recebendo o valor de mercado, quando inferior ao valor de subscrição inicial.

O regime deste instrumento seria dividido entre produtos com capital garantido, caso em que o investidor teria um direito de arrependimento com um prazo de 10 dias úteis, após a emissão do produto pelo comercializador.

Relativamente aos produtos sem capital garantido em que possa haver perda de até 10% do capital na maturidade, pensamos que deve haver sempre garantia de mercado secundário, com o reembolso a ser efectuado pelo valor corrente no momento da sua solicitação.

Na sequência das propostas da AMF, mas estendendo um pouco mais os seus efeitos, julgamos sensato que os produtos que garantem

menos de 90% do capital inicial só possam ser comercializados junto dos investidores qualificados.



BIBLIOGRAFIA

Autoriteit Financiële Markten, *A quantitative risk indicator for financial products*, Amesterdão, 2007

Commission Staff Working Document accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – Package Retail Investment Products – Impact Assessment, Brussels, 30/4/2009, SEC(2009) 556

Comunicação da Comissão sobre Pacotes de Produtos de Investimento de Retalho, Bruxelas, 30/4/2009, COM(2009) 204 final

Estudos CMVM, *Produtos financeiros complexos: metodologias para a sua avaliação*, n.º 1, 2010

Fazenda Martins, “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado”, *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Abril 2000

João Nuno Calvão da Silva, *Mercado e Estado – Serviços de Interesse Económico Geral*, Almedina, 2008

José João de Avillez Ogando, “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, *in* Revista da Ordem dos Advogados, ano 64, 2004

José Quelhas, *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, policopiado, Coimbra, 2009

Margarida Abreu e Victor Mendes, “Cultura financeira dos investidores e diversificação das carteiras”, *Working Paper* Economia, ISEG, n.º 10, 2006

Paulo Câmara, “Crise financeira e regulação”, *in* Revista da Ordem dos Advogados, ano 69, 2009

Position de l’AMF n.º 2010-05 du 15 octobre 2010 – Commercialisation des instruments financiers complexes

CONTRATOS SOBRE DIVISAS (FX) E INSTRUMENTOS FINANCEIROS^{1,2} (O CASO ESPECIAL DOS *ROLLING SPOT FOREX CONTRACTS*)

NUNO CASAL³

INTRODUÇÃO

A contratação sobre divisas estrangeiras (também designada por *foreign exchange*, *forex*, *fx* ou *currency contracts*) é um fenómeno de dimensão considerável. A submissão às regras da intermediação financeira, e do Código dos Valores Mobiliários em geral, é portadora de consequências de vulto, pelo que assume importância considerável a qualificação dos contratos sobre divisas como instrumentos financeiros.

A. INDICAÇÃO DE SEQUÊNCIA

A contratação sobre divisas não é uma realidade homogénea, assumindo vários graus de sofisticação, os quais não serão indiferentes para a sua qualificação jurídica e consequente submissão a determinado regime jurídico.

Nestes termos, iniciaremos a presente análise pela descrição dos aspectos essenciais da contratação *fx* que sejam relevantes para a qualificação jurídica.

Em seguida proceder-se-á à referida qualificação – operação que obrigará à análise da teleologia da qualificação de determinada realidade como instrumento financeiro e beneficiará do estudo dos trabalhos preparatórios da DMIF⁴ – e à extracção de algumas consequências jurídicas relevantes.

B. BREVE DESCRIÇÃO DOS ASPECTOS ESSENCIAIS DA CONTRATAÇÃO FX

A contratação em divisas estrangeiras abarca toda a actividade comercial relacionada com a compra e venda de duas moedas, tendo surgido modernamente com o abandono do sistema de Bretton Woods na década de 1970.

A contratação sobre divisas é dos mercados financeiros mais líquidos⁵, assumindo deste modo um relevo muito importante para a regulação dos mercados financeiros. Caracteriza-se pela predominância das formas não organizadas de negociação, *i.e.*, contratação no

1- O presente corresponde, com alterações, ao publicado nos Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida.

2- Pertencem ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e alterado pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho e pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, os artigos citados sem expressa indicação da fonte legal.

3- Doutorando na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa e jurista na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). As opiniões expressas no presente texto são-no a título exclusivamente pessoal, em nada vinculando a CMVM.

4- Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.

5- O Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) computava o *turnover* diário típico em Abril de 2010 como superior a US\$ 3.98 biliões (US\$ 3.98 trillion) in 2010 Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements *apud*. “Foreign exchange market” in *Wikipedia*, disponível em <http://en.wikipedia.org/wiki/Forex>, consultado a 05/05/2011.

anteriormente denominado *mercado de balcão* ou OTC⁶, a qual não se traduz de forma alguma em exclusividade, sendo numerosas as bolsas em que são negociados contratos sobre divisas, pela dispersão geográfica, de locais de execução, pela negociabilidade quase permanente dos activos e pela estratificação dos mercados em níveis de acesso diferenciados de acordo com a natureza dos participantes⁷.

No seu aspecto mais básico um contrato sobre divisas pode não ser mais que uma compra e venda⁸ – fora de mercado (OTC) ou em mercado organizado – de diferentes divisas com liquidação dentro de um espaço de tempo não relevante. É o chamado mercado à vista (*spot*).

Como seria de esperar a negociação sobre divisas, mesmo ao nível do retalho, assume uma grande sofisticação, ocorrendo neste, como noutros mercados, frequentes operações de derivados como, *i.a.*, *forwards*, futuros, *swaps*, e opções.

Assume neste âmbito particular interesse o caso especial da negociação com *tom-next rollover*, técnica negocial que dá origem aos *rolling spot contracts*, a qual se impõe analisar e em seguida

qualificar.

C. QUALIFICAÇÃO DOS CONTRATOS SOBRE DIVISAS ESTRANGEIRAS (INCL. O CASO DOS ROLLING SPOT CONTRACTS)

1. Os Contratos sobre Divisas em Geral

Para efeitos da presente análise é importante a qualificação jurídica dos tipos contratuais, pois a mesma é plena de efeitos jurídicos.

Tendo em conta o prazo para a liquidação dos contratos⁹, estes podem ser contratos à vista ou derivados¹⁰, sendo esta dicotomia importante na medida em que os contratos à vista sobre divisas estrangeiras, ao contrário dos contratos derivados sobre o mesmo objecto, não estão abrangidos pela disciplina regulatória dos instrumentos financeiros (*incl.*, disciplina da intermediação financeira em transposição da DMIF)¹¹.

A qualificação dos contratos sobre divisas estrangeiras à vista, bem como dos seus futuros, *swaps*, e opções, não é polémica, sendo os primeiros por definição contratos à vista e os restantes unanimemente reconduzidos a contratos de derivados¹².

6- Iniciais de *over the counter*, designação corrente para a negociação fora das formas organizadas de negociação ou mercado de balcão.

7- Cf. "Foreign exchange market" in *Wikipedia*, disponível em <http://en.wikipedia.org/wiki/Forex>, consultado a 05/05/2011.

8- Os contratos pelos quais se trocam duas moedas podem ser qualificados com contratos de compra e venda ou de troca, dependendo do facto de uma das moedas ter curso legal no local onde se efectua a transacção, cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p.165.

9- Afirmando o carácter a prazo como essencial à noção de derivado, cf., JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, "Derivados", in Instituto dos Valores Mobiliários. *Direito dos Valores Mobiliários*, IV vol., Coimbra: Coimbra Editora, 2003, 41-68, p. 47 e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, Os Derivados, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMYM31.pdf>, 91-136, p. 100. Sobre a relação entre contratos de bolsa a prazo e derivados, cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 154, n. 173.

10- Afirmando a divisão dos contratos sobre divisas (contratos de câmbio) entre contratos à vista e a prazo e reconhecendo que o critério para a referida divisão é semelhante ao adoptado para os contratos de bolsa, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p.165.

11- Os serviços da Comissão Europeia mantêm na internet uma página dedicada à resposta de questões sobre a DMIF intitulada *Your Questions on MiFID*. Concordando com o exposto no texto, cf. a resposta à pergunta 885/295, in COMISSÃO EUROPEIA, *Your Questions on MiFID*, acessível in <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=legislation.showGroup&groupCode=MiFID>.

12- A qualificação dos *forwards* sobre divisas estrangeiras é debatida, defendendo a Financial Services Authority (FSA) do Reino Unido a sua natureza de contrato à vista quando a finalidade não for financeira e havendo uma tomada de posição da Comissão Europeia que os qualifica como instrumentos financeiros de acordo com a Secção C do Anexo I da DMIF, excluindo embora os *FX forwards* comerciais (*i.e.*, aqueles que são transaccionados sem conexão com a prestação de um serviço de investimento).

Importa analisar com particular atenção a técnica de negociação intitulada *tom-next rollover*, base dos *rolling spot forex contracts*¹³, e reconduzi-los a uma das categorias anteriores ou erigi-la em categoria autónoma.

2. O Caso Especial dos *Rolling Spot Forex Contracts*

a) Descrição do Fenómeno

A negociação com *rollover tom-next* (abreviatura de *tomorrow, next day*) é comum neste mercado e implica a assunção de uma posição (compradora ou vendedora) num contrato à vista (*spot*) a qual é fechada antes de atingir a maturidade através da realização da operação inversa. O saldo proveniente do contrato que se celebrou é utilizado para a abertura de uma posição de valor aproximadamente equivalente em contrato similar com maturidade superior¹⁴.

Das diferenças entre o valor de abertura e encerramento dos contratos resultam mais ou menos-valias que são entregues ou pedidas aos clientes, procedendo assim os intermediários financeiros a um ajuste periódico de perdas e ganhos. A esta realidade acresce o facto de tipicamente exigirem cauções das posições (margens), as quais são de igual modo periodicamente ajustadas.

Esta prática traduz-se, na manutenção de uma posição através de vários contratos *spot* de diversas maturidades, expondo o seu titular ao risco de variação de duas divisas. Importa assim, qualificar ou recusar a qualificação deste modelo comercial como técnica de derivação.

Está em causa, não o investimento em cada um dos contratos *spot* individualmente considerados, mas a criação por parte do intermediário financeiro, que efectua o *rollover* (deslocação temporal), de uma posição que tem, sem dúvida, semelhanças com os derivados.

b) Critério Legal: a lista dos instrumentos financeiros (art.º 2.º do Código dos Valores Mobiliários e Secção C do Anexo I DMIF)

A fonte normativa para a qualificação de determinada realidade como instrumento financeiro é o art.º 2.º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM), que o faz enunciando uma tipologia de instrumentos financeiros. Assim, nos termos do referido art.º 2.º, os contratos sobre divisas são instrumentos financeiros se revestirem a forma de (contratos) derivados. Deste modo, o primeiro passo será a qualificação dos contratos *sobre divisas* como (contratos)¹⁵ derivados, da qual decorre a sua qualificação como instrumentos financeiros¹⁶.

13- Literalmente *contratos rolantes à vista sobre divisas estrangeiras*. Poder-se-ia ensaiar uma tradução, talvez como *contratos móveis à vista sobre divisas estrangeiras*. Todavia, dada a óbvia imperfeição da tentativa de tradução e a sua inexistente utilização, continuaremos a utilizar a expressão consagrada em língua inglesa 13- Literalmente *contratos rolantes à vista sobre divisas estrangeiras*. Poder-se-ia ensaiar uma tradução, talvez como *contratos móveis à vista sobre divisas estrangeiras*. Todavia, dada a óbvia imperfeição da tentativa de tradução e a sua inexistente utilização, continuaremos a utilizar a expressão consagrada em língua inglesa.

14- Estas operações eram tradicionalmente designadas *vendas por enfiada*, dando origem a *liquidação por compensação*, cf. LUIZ DA CUNHA GONÇALVES, *Da Compra e Venda no Direito Comercial Português*, 2.ª ed., Coimbra: Imprensa da Universidade, 1924, pp. 503 e 504, §177.

15- A recondução dos derivados a contrato é controversa no caso dos derivados de bolsa, sendo negada por JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, "Derivados", in Instituto dos Valores Mobiliários. *Direito dos Valores Mobiliários*, IV vol., Coimbra: Coimbra Editora, 2003, 41-68, pp. 63-64. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, p. 98, Considera serem os derivados em geral contratos no sentido amplíssimo de modelo negocial abstracto apto a gerar vinculações jurídicas. Todavia, o carácter contratual dos *rolling spot forex contracts* não é posto em causa.

16- Os *rolling spot forex contracts* não são valores mobiliários, estando apenas em causa a sua qualificação como (contratos) derivados e instrumentos financeiros.

Na referida tipologia não consta *expressis verbis* qualquer referência aos *rolling spot forex contracts* (ou à negociação com *tom/next rollover* de contratos à vista), apenas a al. e) do n.º 1 do aludido artigo refere na sua subal. i.) [...] *As opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a [...] divisas [...]* – o que nos obriga a indagar do preenchimento do conceito de (contrato) derivado.

c) teor literal

A interpretação de qualquer preceito começa obrigatoriamente pela análise do seu teor literal. O preceito em questão recorre a uma enunciação de exemplos-padrão (*opções, futuros, swaps, e contratos a prazo*) articulada com um conceito indeterminado (contrato derivado)¹⁷, ou seja, não fornece um conceito ou definição de contrato derivado, bastando-se com a enunciação de alguns tipos contratuais (de contratos derivados) e mencionando a admissibilidade de quaisquer outros. De acordo com os usuais cânones hermenêuticos o intérprete terá de interpretar o conceito indeterminado *outros*

contratos derivados por analogia com os tipos de contratos derivados nominados, *opções, futuros, swaps, e contratos a prazo*¹⁸. Este contributo para a aquisição do conteúdo dos contratos derivados estará presente durante o processo tendente a tal fim e será chamado à colação no momento da subsunção.

Uma vez que o conceito a interpretar (*contrato derivado*) é um conceito de origem económica e de contornos fluidos, ponderaremos, antes do recurso ao valor comum das palavras, os outros elementos da interpretação de normas que poderão eventualmente conduzir a resultados hermenêuticos mais restritos que o valor de uso social das palavras.

d) elemento sistemático

O Código dos Valores Mobiliários não contém uma noção de derivado^{19, 20}, nem a mesma se retira da DMIF ou da Directiva UCITS.

Dos preceitos do Código dos Valores Mobiliários sobre derivados é possível extrair os seguintes elementos para a construção do seu conceito²¹:

17- Pode questionar-se a fundamentação científica da enumeração legal sob análise. Em verdade, a categoria dos *contratos a prazo* não parece constituir um (sub)-tipo de *contrato derivado* (a par das *opções, futuros e swaps*), sendo, outrossim, a relevância jurídica do decurso do tempo uma das características da contratação derivada. Nestes termos, os contratos a prazo não são um verdadeiro exemplo-padrão, e não serão utilizados como tal na presente análise.

18- Ver nota anterior.

19- O Código dos Valores Mobiliários refere os derivados (instrumentos financeiros ou contratos) nos art.^{os} 2.º, 111.º, n.º 1, al. h, sub. ii.), 204.º, n.º 1, al. b), 213.º, n.º 5, 248.º, n.º 1, al., a), 289.º, n.º 3, als., f) a h), 311.º, n.º 3, als. a) e b), 314.º-D, n.º 1, al. a), 378.º, n.º 4.

20- Ao contrário do Código dos Valores Mobiliários o Glossário do Manual da FSA <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/R?definition=G1035> contém uma definição de *rolling spot forex contract*, definindo-o como *either of the following: (a) a future, other than a future traded or expressed to be as traded on a recognised investment exchange, where the property which is to be sold under the contract is foreign exchange or sterling; or (b) a contract for differences where the profit is to be secured or loss avoided by reference to fluctuations in foreign exchange; and in either case where the contract is entered into for the purpose of speculation.*

O aludido manual <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PERG/13/Annex2> qualifica *expressis verbis* os *rolling spot forex contracts* como instrumentos financeiros incluídos no ponto 4 da Secção C do Anexo I da DMIF.

21- O art.º 204.º, n.º 1, al. b), referindo-se a instrumentos financeiros derivados, faz apelo ao sub-tipo dos instrumentos financeiros *cujas configurações permita a formação ordenada de preços*. Cremos estar essencialmente perante as exigências de padronização, cf. MIGUEL CUNHA, "Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, 63-132, p. 78.

- a) Complexidade (art^{os} 111.º, n.º 1, al. h, subal. ii.)²² 314.º-D)²³, a qual significa, para efeitos do último preceito citado, dificuldade de apreensão dos contornos essenciais do produto e dos seus riscos e
- b) Inter-dependência económica com um subjacente²⁴ (art^{os}. 213.º, n.º 5, 289.º, n.º 3, als., f), 248.º, n.º 1, al., a), 311.º, n.º 3, als. a) e b), exprimem a relação entre derivado e subjacente).

Importa, contudo, lembrar, a título de lugar paralelo no sistema, que o art.º 38.º do Regulamento de nível 2 da DMIF²⁵ densifica normativamente²⁶ o conceito de instrumento financeiro *derivado* para efeitos dos derivados sobre as mercadorias da subal. iii.) da al. e) do n.º 1 do art.º 2.º²⁷. [Esta norma não se aplica directamente aos contratos derivados sobre divisas, mas da mesma podem extrair-se elementos úteis para a caracterização dos contratos derivados.]

Do preceito em questão extraem-se outros dois elementos importantes para a construção da

noção de derivado, a exclusão dos contratos à vista e a finalidade financeira (por oposição a comercial).

(exclusão dos contratos à vista)

De acordo com esta norma para se poder qualificar um contrato como derivado é necessário que o mesmo não seja um contrato à vista (elemento negativo ou delimitação negativa do contrato derivado), o que se verifica sempre que a entrega do bem (*ls.*) estiver prevista para o período geralmente aceite como período de entrega normalizado²⁸ (que nunca pode ser inferior a dois dias de negociação). Acresce que o núcleo dos contratos de derivados resultantes é alargado sempre que, *independentemente das suas condições expressas, se se verificar um entendimento entre as partes no sentido de a entrega do instrumento subjacente dever ser adiada e não ser realizada no período de liquidação padrão* (último parágrafo do n.º 2, *ex vi* do proémio do n.º 1, ambos do citado art.º 38). Do exposto é possível concluir que (1) a delimitação do âmbito de *derivado* não é estritamente

22- A associação a instrumento financeiro derivado impede que ofertas de distribuição de valores mobiliários não representativos de capital emitidos por instituições de crédito de forma contínua ou repetida sejam excluídas do Título III do CdVM (Ofertas Públicas).

23- Os instrumentos financeiros derivados são considerados instrumentos financeiros complexos e como tal excluída a sua admissibilidade para a prestação exclusiva dos serviços de recepção e transmissão ou execução de ordens de clientes (*execution-only brokerage*).

24- O designado subjacente é o objecto do contrato derivado, cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 153.

25- Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão de 10 de Agosto de 2006 que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

26- O facto de a densificação normativa de um preceito constante de Decreto-Lei ser efectuado por regulamento comunitário explica-se facilmente pelo carácter de norma de transposição de directiva do preceito em questão e pelo facto de o regulamento integrar a norma jurídica portuguesa, sendo, desde a sua entrada em vigor, direito nacional (embora de origem comunitária).

27- Esta norma, referente a mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transaccionadas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto transpõe o ponto 7 da Secção 6 do anexo I da DMIF.

28- Sobre o decurso do prazo normal de liquidação, cf. LUIZ DA CUNHA GONÇALVES, *Da Compra e Venda no Direito Comercial Português*, 2.ª ed., Coimbra: Imprensa da Universidade, 1924, p. 492, § 173.

formal, incorporando elementos de reconhecimento do negócio indirecto²⁹, primando a materialidade subjacente, *i.e.*, as estipulações das partes sobre o esquema negocial padrão e (2) que os contratos derivados (inominados, *i.e.*, a categoria residual) não têm como principal função a entrega de um bem, bastando-se frequentemente com o estabelecimento de fluxos financeiros. (Esta característica encontra-se parede-meias com a finalidade do contrato que será abordada em seguida.)

(finalidade financeira por oposição a comercial)

Uma hipótese hermenêutica seria considerar a finalidade prosseguida pelos contraentes como critério distintivo entre instrumentos financeiros e outros contratos. Deste modo, os contratos aos quais presidisse uma finalidade de investimento seriam instrumentos financeiros, ficando de fora aqueles com uma finalidade meramente comercial³⁰.

Sem dúvida que se pode reconhecer alguma valia a este critério³¹. Contudo, vários óbices se

lhe poderão apontar. De um ponto de vista dogmático, a finalidade prosseguida pelos contraentes é algo que dificilmente se pode assacar a um tipo contratual. Cada sujeito jurídico pode celebrar contratos tendo em vista prosseguir vários fins e *in concreto* a compra de divisas pode ter intuítos especulativos ou comerciais (*v.g.*, para o pagamento de bens ou serviços), ou outros, o que torna o critério em análise juridicamente inoperante. Além do mais, é de referir que o mesmo recebe escassa consagração normativa directa. Apenas é usado no ponto 7 da Secção C para qualificar como instrumentos financeiros os contratos derivados de mercadorias, passíveis de liquidação física (não mencionados no ponto 6 da referida Secção, *i.e.*, negociados em mercado regulamentado ou MTF), desde que possuam as características de outros instrumentos financeiros derivados, *i.a.*, liquidação e compensação por sistemas registados ou sujeição a ajustes regulares de perdas e ganhos (*margin calls*)³².

Todavia, esta finalidade comercial é afastada pelo n.º 1 do art.º 38 do Regulamento de Nível 2 da DMIF, *i.e.*, o preceito em questão ficciona

29- Sobre o negócio indirecto, cf., entre nós, ORLANDO CARVALHO, "Negócio Indirecto (Teoria Geral)", in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Suplemento X, (1981), PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995, p. 243 ss., e RUI PINTO DUARTE, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coimbra: Almedina, 2000, p. 39.

30- Nesta acepção, *finalidade* parece corresponder ao que se designa por *motivos individuais* [dos contraentes], cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 110.

31- O critério da finalidade é desenvolvido pelo CESR, *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments - 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates*, ref.º: CESR/05-290b, acessível in <http://www.cesr.eu/index.php?docid=3263>, p. 14., referindo-se este Comité aos *finis para os quais é usado (purposes for which it is used)*. A pp. 15-17, na caixa 4, §§ 3., c.), 4., c.), 5., b.), 6., d.), 7. e 8., a intenção real das partes é usada como índice na qualificação dos contratos como para *finis comerciais* ou como *outros contratos derivados*.

32- Este critério é densificado normativamente pelo n.º 4 do art.º 38.º do Regulamento de nível 2 da DMIF no que tange àqueles contratos concluídos com ou por um operador ou administrador de rede de transmissão de energia, mecanismo de ajustamento dos fluxos de energia ou rede de oleodutos, bastando nestes casos que seja necessário para manter o equilíbrio entre a oferta e a procura de energia num determinado momento. Chamamos a atenção para uma disparidade, porventura meramente literal, entre as versões em língua alemã, francesa e italiana, por um lado, pelo outro lado, em língua portuguesa e espanhola do citado preceito: A versão portuguesa exclui (do âmbito financeiro) os contratos *se for necessário manter o equilíbrio entre a oferta e a procura*, e a espanhola *si [...] es necesario mantener en equilibrio la oferta y la demanda de energía en un momento dado*, enquanto que as outras versões citadas referem *wenn [...] er für den Ausgleich des Energieangebots und der Energienachfrage zu einem bestimmten Moment unabdingbar ist* (língua alemã) *lors [...] qu'il est nécessaire pour équilibrer l'offre et la demande d'énergie à un moment donné* (língua francesa) e *se [...] è necessario per bilanciare le forniture e i consumi di energia in un determinato momento* (língua italiana). Ou seja, nas versões portuguesa e espanhola para aferir da necessidade basta atentar à situação existente, enquanto nas outras versões citadas a necessidade se afere na relação entre os contratos a examinar e a situação existente. A versão em língua inglesa é neutra quanto a este aspecto, apenas referindo: *if [...] it is necessary to keep in balance the supplies and uses of energy at a given time*.

que não têm finalidade comercial determinados contratos derivados quando os contratos sejam padronizados, negociados (de acordo com um critério bastante lato) e compensados de acordo com determinadas características.

Deste modo assiste-se a um enfraquecimento acentuado do critério da finalidade enquanto motivo individual dos contraentes. A finalidade comercial ou de investimento dos contratos em questão, de critério que presidiria à demarcação do universo dos instrumentos financeiros, passou a mera inspiração para essa operação. De uma lógica concreta, passou-se a uma lógica de aptidão, *i.e.*, a finalidade prosseguida pelas partes no contrato não é critério de inclusão de determinada realidade no universo dos instrumentos financeiros, mas preside à elaboração da enumeração³³.

Assim, de acordo com o critério de aptidão do instrumento típico³⁴ (ou do tipo contratual) para a realização de operações de investimento *l.s.* (incluindo especulação, arbitragem e cobertura de risco) foram enumeradas na secção C do Anexo I da DMIF vários tipos e formas de negociação ou liquidação que são abstractamente aptos para a prossecução de investimento.

e) trabalhos preparatórios

Inexistindo trabalhos preparatórios publicamente disponíveis da última revisão do Código dos Valores Mobiliários, da qual resultou o teor actual do art.º 2.º, terá o intérprete de recorrer

aos elementos provenientes da DMIF. Tal recurso à interpretação conforme à directiva é tanto mais lícito quanto esta Directiva é de harmonização máxima, deixando um espaço de manobra consideravelmente exíguo ao legislador transpositor. Esta operação foi realizada na secção anterior através do recurso aos trabalhos do CESR.

f) teleologia da norma

Como ponto de partida é possível fixar a asserção que a inclusão na lista de instrumentos financeiros (art.º 2.º do CdVM e Secção C do Anexo I da DMIF) tem como objectivo sujeitar a prática de actividades profissionais sobre as realidades económicas descritas à disciplina do Código dos Valores Mobiliários (e da DMIF), concedendo à actividade em questão a natureza de actividade regulada e sujeitando-a a um apertado regime prudencial e comportamental. Justificamos esta afirmação pelo facto de a definição das actividades reguladas, *i.e.*, os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros, depender exactamente da definição de *instrumento financeiro* e do reconhecimento desta natureza aos instrumentos em causa.

Cremos que a sujeição ou não à disciplina regulatória dos instrumentos financeiros depende em primeira linha, não do tipo de risco associado (mero risco de perda da substância do investimento ou risco superior no casos dos produtos alavancados), mas da aptidão do tipo negocial para a realização de aplicações meramente financeiras. Esta afirmação generaliza o regime

33- Neste sentido, e afirmando que a transposição da DMIF causou (no Reino Unido) uma mudança do critério distintivo entre contratos sobre mercadorias, à vista e derivados, e de uma lógica de intenção (*purpose*) para uma de similitude (*look-alike*) [logo, mais objectiva], JONATHAN HERBST, SIMON LOVEGROVE E MARK WOODWARD, *Commodity Derivatives in Matthew Elderfield, A Practitioner's Guide to MiFID*, 1.ª ed., Londres: City & Financial Publishing, 2007, 311-331, pp. 325 e 326.

34- O referido critério de aptidão do tipo encontra-se, do ponto de vista da *escala* ou da *granularidade* da análise, entre a função económico-social e os motivos individuais das partes, tal como estas noções se encontram identificadas por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 110, atendendo a aspectos mais concretos que aquela e situando-se num plano mais abstracto que estes últimos.

existente, pelo que, no caso dos derivados sobre mercadorias, deve ser entendida *cum granum salis*.

O referido critério da aptidão do tipo negocial é um reflexo da aludida destrição entre finalidade de investimento e finalidade comercial.

Deste modo se explica que, por um lado, as acções e obrigações sejam instrumentos financeiros, embora o risco associado nunca seja superior ao do capital investido, e pelo outro lado, as mercadorias e outras realidades que possam ter existência para além do universo de investimento, apenas sejam instrumentos financeiros quando assumem a natureza de derivados, o que significa, *grosso modo*, que são sujeitas a uma técnica de contratação que muito facilmente permite o investimento puro (incl. investimento *ss.*, especulação e arbitragem), podendo não dar lugar à liquidação financeira. Com efeito, para um agente económico apenas interessado em realizar mais-valias na negociação de determinado activo é extraordinariamente mais cómoda a negociação indirecta (*i.e.*, através de derivados) no activo, de modo a não necessitar de alienar o bem comprado ou adquirir para entregar um bem vendido.

g) valor de uso normal da linguagem

Sendo o (contrato) derivado uma realidade com raiz na Economia e nas Finanças, importa analisar qual o conteúdo que estas ciências lhe atribuem.

São assim (contratos) derivados aqueles contratos financeiros cujo valor é dependente do valor de outro bem (o subjacente ou *fundamental*), sendo usado, como outros investimentos, para as finalidades de cobertura de risco, especulação e arbitragem³⁵. Frequentemente³⁶, assiste-se a um efeito de alavancagem (*leverage*), de acordo com o qual o investidor se expõe a um risco em montante superior ao do capital investido, o que implica que o risco do investimento ultrapassa o da manutenção da substância.

h) conclusão

De acordo com os elementos chamados à colação é possível construir o conceito jurídico de *derivado* nos seguintes termos. O derivado é um instrumento financeiro e um contrato que tem por referência outro bem jurídico (o subjacente), variando o valor do derivado em função do preço daquele^{37,38}. (Pode haver influências

35- Cf. AMADEU JOSÉ FERREIRA, "Operações de Futuros e Opções", in Amadeu José Ferreira *et al.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, 121-188, p. 122 e 123, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, pp. 92 e 93, e JUAN IGNACIO SANZ CABALLERO, *Derivados Financieros*, Madrid: Marcial Pons, 2000, p. 105, o qual descreve sob um ponto de vista económico os derivados como instrumentos aptos à transferência do risco, caracterizados pela diversificação dos seus subjacentes e capacidade para gerar alavancagem (*leverage*) sobre os subjacentes, sendo em instrumentos que, integrados numa gestão financeira estática, podem causar efeitos típicos de uma gestão de carteira dinâmica.

36- O referido efeito de *alavancagem* não é necessário, nem exclusivo da contratação em derivados, José Engrácia Antunes, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, p. 92.

37- AMADEU JOSÉ FERREIRA, "Operações de Futuros e Opções", in Amadeu José Ferreira *et al.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, 121-188, p.136 *ss.*, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários* Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa 1997, p. 239 e JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, "Derivados", in Instituto dos Valores Mobiliários . *Direito dos Valores Mobiliários*, IV vol., Coimbra: Coimbra Editora, 2003, 41-68, p. 49.

38- No caso dos derivados de crédito as relações podem ser mais complexas, sendo questionável se o derivado varia em função do preço do subjacente ou se a variação do preço de ambos depende de factores comuns. Sobre derivados de crédito entre nós cf. SOFIA LEITE BORGES E SOFIA TORRES MAGALHÃES, "Derivados de Crédito – Algumas Notas Sobre o Regime dos Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito" in *Cadernos Mercado de Valores Mobiliários*, acessível in http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/10E723CB-5CC3-4589-9464-C8550BCE0860/2018/SBorges_SMagalhaes.pdf e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, p. 122 *ss.*

cruzadas). A referida inter-dependência com o subjacente atribui-lhe uma complexidade estrutural, a qual implica a sua difícil apreensibilidade e dificulta a percepção do risco associado. Os derivados distinguem-se da contratação directa sobre o subjacente pela decorrência de um período temporal superior ao tempo normal de liquidação entre a negociação e a entrega dos bens (liquidação física)³⁹, havendo por vezes mera liquidação financeira⁴⁰. Os derivados são instrumentos jurídicos aptos ao investimento e transferência de riscos económicos⁴¹, o que é compatível com o efeito da qualificação de determinada realidade como derivado, a sua sujeição à disciplina dos instrumentos financeiros.

São derivados as *opções, futuros, swaps, contratos a prazo* e os instrumentos financeiros análogos.

i.) os *rolling spot contracts* como instrumentos financeiros

Cumpra agora decidir se é possível considerar os *rolling spot forex contracts*, contratos derivados relacionados com divisas (análogos às *opções, futuros, swaps e contratos a prazo*).

Dada a técnica legal de delimitação dos contratos derivados sobre divisas, o intérprete terá de seguir um processo de qualificação indiciário, compatível com concepções tipológicas do Direito e, se bem que cientificamente apurado, portador de alguma incerteza e insegurança jurídica.

Na análise dos *rolling spot contracts*, há que distinguir entre os vários planos da situação. Como referimos, ao nível da compra e venda dos contratos à vista sobre divisas não há dúvida que esses contratos não são em si instrumentos financeiros. Ao nível da relação entre o cliente e o intermediário financeiro que procede ao *rollover*, a questão coloca-se de modo diferente.

Nos casos em que o investidor coloca determinado capital que é pelo seu intermediário financeiro utilizado para abrir uma posição contratual a transportar perto da maturidade para posição contratual diferente com maturidade superior, estamos perante uma situação híbrida que congrega vários elementos de derivados e de contratação à vista.

Típica da contratação à vista é a utilização de um contrato a contado (*spot*).

Por outro lado, os investimentos em *fx spot* com *tom/next* com *rollover* comungam de algumas das características do investimento em derivados.

Desde logo, as variações diárias do activo à vista que subjaz ao contrato *sub judice* (*in casu*, o contrato *forex spot*) influenciam o valor da posição contratual do contraente do *rolling spot forex contract* de modo análogo àquele em que, *v.g.*, a evolução do preço de uma acção faz variar o valor de um futuro (de bolsa ou um contrato diferencial⁴²) que a tenha por objecto.

39- Salientando este aspecto no que respeita aos futuros, MIGUEL CUNHA, "Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, 63-132, p.77.

40- Com efeito, em determinados contratos no momento do vencimento apenas há lugar a uma liquidação financeira, *i.e.*, em vez da realização das duas prestações simétricas (*v.g.*, dinheiro contra acções), são as mesmas convertidas no seu equivalente pecuniário e apenas se movimentam o saldo líquido resultante da "compensação" que assim opera.

41- Os instrumentos são assim aptos, não só para a colocação de disponibilidades financeiras (investimento *ss.*), como também para a prossecução de actividades de arbitragem ou de cobertura de riscos. A função de transferência do risco é erigida em característica dos derivados por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, p. 101. Dentro do universo dos instrumentos financeiros destacam-se os contratos diferenciais (um subconjunto daqueles) que primam pela sua natureza de contratos de risco, aptos para efectuarem a cobertura de risco e especulação, cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Contratos Diferenciais", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários* Coimbra: Coimbra Editora, 2010, 9-42, pp. 33-32.

O exposto significa uma maior complexidade estrutural do *rolling spot forex contract* que acarreta maiores dificuldades na sua avaliação e na determinação do respectivo risco.

É igualmente típica da derivação o investimento ou compra de uma posição negocial que perdura no tempo para além do período normal de liquidação (atingida através da técnica do *rollover*).

Não menos característico da contratação derivada é igualmente o facto de, através do expediente do *rollover*, se alterarem completamente as prestações (fluxos financeiros) de uma compra e venda, *i.e.*, prestações (tendencialmente únicas) de duas moedas em sentidos opostos, para um número indeterminado de prestações em vários sentidos da mesma moeda. Chamamos neste ponto à colação o princípio da materialidade subjacente identificado *supra*, no texto, a propósito das estipulações das partes contrárias ao tipo negocial e que, embora não passível de aplicação directa nesta sede, pode ser arguido argumentativamente e a título de analogia com um lugar paralelo no sistema, o facto de uma convenção *inter partes* e contrária ao tipo negocial base, ter eficácia para qualificar como derivado um tipo contratual que à partida seria qualificado como à vista. Tal implica que o argumento não possa ser considerado decisivo, mas que possa e deva ser levado em consideração como índice no processo de qualificação do instrumento.

Tal como nos contratos derivados o investidor está exposto ao risco de variação de um activo sem o chegar a deter *proprio sensu*, na medida em que a técnica de encerramento de posições antes de atingirem a maturidade e o reinvestimento em contrato semelhante e maior maturidade implica a exposição ao risco de (des)valorização de dois activos – neste caso divisas – sem que haja uma efectiva compra e venda, com efectiva liquidação física, ou seja, entrega dos bens, *in casu*, entrega de uma divisa e recepção de outra, sendo assim os instrumentos jurídicos em causa aptos à prossecução de objectivos de investimento.

É típico da contratação derivada a existência de alavancagem (*leverage*), que se verifica pelo facto de o investimento inicial consistir em meras margem ou caucionamento da posição contratual⁴³. Como as posições contratuais são fechadas antes da exigibilidade da liquidação, não há necessidade de mobilizar o capital correspondente à totalidade do risco ao qual existe exposição, apenas de dispor das referidas margens. Deste modo o risco incorrido pelo investidor é maior que o da manutenção da substância do investimento.

Identificados alguns elementos da técnica de derivação, importa em seguida determinar se os mesmos são suficientes para a sua submissão ao regime jurídico dos contratos derivados.

Este percurso interpretativo, se bem que

42- Um contrato diferencial, comumente designado por CFD (acrónimo da expressão anglófona *contract for differences*), é um contrato derivado, que não admite liquidação física e no qual as partes, sem alienar ou adquirir o subjacente, se expõem ao risco de variação de dois bens, assumindo um dos contraentes o dever de, na maturidade do contrato, pagar em dinheiro a diferença entre um valor inicial de referência e o valor de mercado, cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 154 e XXX. Sobre a noção de contrato diferencial cf., v.g., MIGUEL CUNHA, "Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, 63-132, p. 124, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 136, n. 216 e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Os Derivados", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136, p. 125.

43- Cf. *Ibid.in* pp. 82-91 e AMADEU JOSÉ FERREIRA, "Operações de Futuros e Opções", in Amadeu José Ferreira *et al.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, 121-188, p. 148-151.

complexo e aparentemente sinuoso, é ditado pela natureza gradual, (*fuzzy*) inerente aos tipos contratuais em causa e adequa-se a uma análise tipológica, sendo essencial a ponderação das consequências da decisão de interpretação / qualificação para a sua correcção (momento sinéptico da interpretação ou integração vertical).

Creemos que a ponderação final deve levar em consideração além das características já apontadas a ponderação das consequências da decisão (momento sinéptico ou integração vertical) e da existência de uma analogia funcional entre os *rolling spot forex contracts* e (algum d') os tipos de derivados nominados.

Quanto à análise do elemento típico da contratação à vista, cumpre acrescer que o mesmo não nos deverá impressionar demasiado, dado todo o derivado ter um subjacente (ainda que por vezes meramente teórico ou funcional) – e que a técnica de derivação consiste precisamente em determinar uma correlação entre o preço daquele subjacente e o valor da posição no derivado. Este facto é reconhecido pelo art.º 38.º do citado Regulamento, de acordo com o qual a utilização de um instrumento jurídico típico da negociação à vista não impede a sua qualificação como derivado quando as partes tiverem convencionado o adiamento das prestações.

Todos os outros elementos analisados militam a favor da qualificação dos *rolling spot forex contracts* como derivados, faltando apenas considerar a ponderação das consequências da decisão e da existência de uma analogia funcional entre os *rolling spot forex contracts* e (algum d') os tipos de derivados nominados. Tal como nos futuros, *v.g.*, de bolsa, os *rolling spot forex contracts* estão estruturados como se demonstrou de modo adequado à obtenção de diferenças entre cotações contratadas e cotações reais de determinada divisa e não de modo adequado à compra e venda de divisas estrangeiras⁴⁴. Assim, os referidos *rolling spot forex contracts*, de acordo com a descrição *supra*, são análogos aos futuros sobre divisas, justificando-se a sua submissão ao mesmo regime jurídico⁴⁵.

D. ALGUMAS CONSEQUÊNCIAS JURÍDICAS DA QUALIFICAÇÃO COMO INSTRUMENTOS FINANCEIROS

1. Sujeição ao regime da intermediação financeira do Código dos Valores Mobiliários e à supervisão da CMVM

Poderia parecer escusado analisar explicitamente a sujeição dos *rolling spot forex contracts* ao regime da intermediação financeira (incl, a sujeição à supervisão da CMVM), na medida em que aquela resultaria, *ipso iure*, da qualificação

44- Cf., AMADEU JOSÉ FERREIRA, "Operações de Futuros e Opções", in Amadeu José Ferreira *et al.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, 121-188, p. 151.

45- Este raciocínio é análogo ao desenvolvido na doutrina portuguesa a propósito de um esquema negocial em acções. Assim, a técnica de adquirir uma posição negocial em acções, realizar a operação inversa antes da respectiva liquidação e transferir o saldo para uma posição semelhante – compras e vendas por *enfiada* seguidas de *liquidação por compensação* LUIZ DA CUNHA GONÇALVES, *Da Compra e Venda no Direito Comercial Português*, 2.ª ed., Coimbra: Imprensa da Universidade, 1924, pp. 499 e 488, §§ 175 172 – é qualificada como a construção de um *contrato diferencial indirecto* por RUY ENNES ULRICH, *Da Bolsa e Suas Operações*, Coimbra: Imprensa da Universidade, 1906, p. 483 e 486, e LUIZ DA CUNHA GONÇALVES, *Comentário ao Código Comercial Português II*, Lisboa: Empresa Editora José Bastos, 1916, p. 371, e LUIZ DA CUNHA GONÇALVES, *Da Compra e Venda no Direito Comercial Português*, 2.ª ed., Coimbra: Imprensa da Universidade, 1924, p. 504, § 177. Salienta-se a actualidade da qualificação, pese embora o diferente quadro normativo. Os contratos descritos são subsumíveis ao mais antigo conjunto de contratos diferenciais indirectos, definido recentemente por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Contratos Diferenciais", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários* Coimbra: Coimbra Editora, 2010, 9-42, p. 25, como aquele em que, *o objectivo da liquidação por diferença se obtém pela conjugação de dois negócios não diferenciais (um negócio e um contra-negócio), celebrados com partes coincidentes [...]*.

de determinada realidade como instrumento financeiro – art.^{os} 2.º, 289.º, 290.º e 359.º, n.º1, al., b).

Todavia, os serviços da Comissão Europeia publicaram uma resposta a uma pergunta sobre a inclusão dos *forwards* sobre divisas no âmbito da DMIF que não pode ser ignorada, tendo de ser chamada à colação⁴⁶.

Com efeito, a Comissão Europeia declarou que, apesar de os *forwards* sobre divisas serem instrumentos financeiros nos termos da secção C do Anexo I da DMIF, parte das transacções sobre estes instrumentos financeiros não estará sujeita à DMIF. Tal ocorre sempre que não seja prestada uma actividade ou serviço de investimento, o que, de acordo com a resposta em questão, pode decorrer de duas causas, a qualificação como serviço auxiliar dos serviços sobre divisas estrangeiras relacionados com a prestação de serviços de investimento e as isenções do art.º 2.º DMIF (transpostas pelo n.º 3 do art.º 289.º).

Estranha-se na exposta aplicação da lei o facto de os serviços sobre divisas estrangeiras relacionados com a prestação de serviços de investimento terem uma eficácia excludente da sujeição ao regime da DMIF de operações de instrumentos financeiros que lá estariam incluídos.

Independentemente do mérito intrínseco da resposta da Comissão, porventura inspirado por

necessidades práticas de não alterar por via de uma resposta a aplicação da lei (*law in action*) no Reino Unido⁴⁷, importa referir que, não se coloca questão similar a propósito dos *rolling spot forex contracts* e que, mesmo no Reino Unido, estes são considerados como inteiramente abrangidos pela DMIF, sendo a sua aptidão para o desenvolvimento de fins de investimento (por oposição aos comerciais) ainda mais patente que no caso dos *forwards*.

Nestes termos, as actividades ou serviços de investimento exercidos a título profissional sobre *rolling spot forex contracts* são reservadas a intermediários financeiros, e sujeitas ao regime do Código dos Valores Mobiliários e à supervisão da CMVM.

2. Abrangência pelo Sistema de Indemnização dos Investidores

Nos termos do art.º 3.º do RJ SII⁴⁸, o Sistema de Indemnização dos Investidores (SII) abrange os fundos de investidores afectos a operações de investimento ou detidos, administrados ou geridos por sua conta no âmbito de operações de investimento.

Sendo operações de investimento as previstas no art.º 199.º-A do RGICSF⁴⁹ equivalentes aos serviços e actividades de intermediação financeira em instrumentos financeiros constantes do art.º 290.º CdVM, e relativas a instrumentos financeiros, importa indagar se os *rolling spot*

46- Referimo-nos à pergunta 292/120.2 in *Your Questions on MiFID*, acessível in <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=legislation.showGroup&groupCode=MiFID>. Diferente doutrina parece resultar da resposta à pergunta 191/33.

47- Com efeito, os serviços sobre divisas estrangeiras do Espaço Económico Europeu encontram-se altamente concentrados neste Estado, o qual não os considera sujeitos à DMIF.

48- Regime Jurídico do Sistema de Indemnização de Investidores, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de Junho, alterado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro e pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de Julho.

49- Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, com alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.º 246/95, de 14 de Setembro, n.º 232/96, de 5 de Dezembro, n.º 222/99, de 22 de Junho, n.º 250/2000, de 13 de Outubro, n.º 285/2001, de 3 de Novembro, n.º 201/2002, de 26 de Setembro, n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, n.º 252/2003, de 17 de Outubro, n.º 145/2006, de 31 de Julho, n.º 104/2007, de 3 de Abril, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, n.º 1/2008, de 3 de Janeiro, n.º 126/2008, de 21 de Julho, n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 162/2009, de 20 de Julho, e pela Lei n.º 94/2009, de 1 de Setembro.

forex contracts são instrumentos financeiros para efeitos do SII.

O RJ SII remete a definição de *instrumento financeiro* para a DSI⁵⁰, directiva que foi substituída pela DMIF. Duas hipóteses se colocam ao intérprete, considerar a remissão estática ou dinâmica. Não vislumbramos qualquer razão que justifique considerar a remissão estática, o que além do mais provocaria uma disparidade entre o objecto das actividades reguladas e aquele das actividades cobertas pelo SII, o que não ocorreu quando o SII foi criado nem é defensável a sua deseabilidade.

Considerando assim a remissão efectuada pela al. b) do art.º 2.º do RJ SII como efectuada para a Secção C do Anexo I da DMIF, os *rolling spot forex contracts* devem considerar-se cobertos pelo SII.

F. CONCLUSÃO

Os contratos à vista sobre divisas, ao contrário dos contratos derivados sobre o mesmo objecto, não são instrumentos financeiros.

Os *rolling spot forex contracts* são instrumentos financeiros, desde que se qualifiquem como contratos derivados.

Os contratos derivados caracterizam-se por serem:

- a) instrumentos financeiros e contratos que têm por referência outro bem jurídico (o subjacente), variando o valor do derivado em função do preço daquele,
- b) estruturalmente complexos, cujo valor e risco são (mais) dificilmente apreensíveis,
- c) instrumentos financeiros que pressupõem a decorrência de um período temporal superior ao tempo normal de liquidação entre a negociação e a entrega dos bens (liquidação física).

Os *rolling spot forex contracts*, substancialmente análogos aos *futuros*, são instrumentos financeiros aptos para o investimento e transferência de riscos económicos, o que é compatível com o efeito da qualificação de determinada realidade como derivado e a sua sujeição à disciplina dos instrumentos financeiros.

Os *rolling spot forex contracts* são instrumentos financeiros análogos a *opções, futuros, swaps e contratos a prazo* (nos termos e para os efeitos da al. e), do n.º 1 do art.º 2.º CdVM).

Os *rolling spot forex contracts* são contratos derivados, logo, instrumentos financeiros para efeitos da DMIF, do Código dos Valores Mobiliários e do RJ SII.

50- Directiva dos Serviços de Investimento: Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra: Almedina 2007.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os Derivados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30, (200), acessível in <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/4E827D52-114A-4E50-A0BF-D3DACC4CBD05/11390/CadernosMVM31.pdf>, 91-136.

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, "Contratos Diferenciais", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários* Coimbra: Coimbra Editora, 2010, 9-42.

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, "Derivados", in Instituto dos Valores Mobiliários . *Direito dos Valores Mobiliários*, IV vol., Coimbra: Coimbra Editora, 2003, 41-68.

CABALLERO, JUAN IGNACIO SANZ, *Derivados Financieros*, Madrid: Marcial Pons, 2000.

CARVALHO, ORLANDO, "Negócio Indirecto (Teoria Geral)", in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Suplemento X, (1981),

CUNHA, MIGUEL, "Os Futuros de Bolsa: Características Contratuais e de Mercado", in Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, 63-132.

DUARTE, RUI PINTO, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coimbra: Almedina, 2000.

FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *Direito dos Valores Mobiliários* Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa 1997.

---, "Operações de Futuros e Opções", in Amadeu José Ferreira *et al.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, 1997, 121-188.

GONÇALVES, LUIZ DA CUNHA, *Comentário ao Código Comercial Português II*, Lisboa: Empresa Editora José Bastos, 1916.

---, *Da Compra e Venda no Direito Comercial Português*, 2.^a ed., Coimbra: Imprensa da Universidade, 1924.

ULRICH, RUY ENNES, *Da Bolsa e Suas Operações*, Coimbra: Imprensa da Universidade, 1906.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995.

A ESMA E A ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA

O QUE VAI MUDAR NA REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS

CATARINA DANTAS MACHADO*

FEVEREIRO 2011

1. INTRODUÇÃO

Entre 2007 e 2009 a Europa vivenciou a sua mais grave crise financeira e recessão económica desde o Pós-Guerra. Tratou-se de uma recessão à escala global, só comparável à Grande Depressão dos anos 30. Porém a Europa e os Estados Unidos foram especialmente afectados pela crise financeira e pelos efeitos da recessão, cujos efeitos são visíveis ainda nos dias de hoje. Perante este facto, em Outubro de 2008, a Comissão Europeia patrocinou a constituição de um grupo de trabalho liderado por *Jacques de Larosière* para estudar e propor medidas no sentido de reformar a arquitectura de supervisão financeira da Europa.¹ O objectivo da Comissão era o de dar uma resposta conjunta europeia aos desafios enfrentados pelas autoridades de regulação e supervisão que a crise veio pôr a descoberto.

Após um aprofundado debate político-regulatório e um longo processo de consulta

pública,² e na sequência do impulso político dado pelo Conselho Europeu de Junho de 2009, as propostas contidas no relatório *Larosière* foram utilizadas como base para a preparação, por parte da Comissão Europeia, das suas propostas legislativas. As propostas compreendiam quatro projectos de actos jurídicos principais que deram expressão jurídica ao conteúdo do relatório *Larosière*, respeitando, em larga medida, a sua essência original. A divulgação pública das propostas ocorreu em Setembro de 2009.

Em Portugal o tema foi também objecto de debate público, designadamente por ocasião da apresentação do relatório em Lisboa pelo próprio *Larosière*, inserida no *workshop on Financial Supervision and Regulation* promovido pelo (GPEARI), Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP), para debater a reforma da arquitectura de supervisão nacional.³

* Técnica da CMVM. As opiniões expressas representam exclusivamente as posições da autora e não representam necessariamente as posições da CMVM. A autora agradece os comentários realizados por Cristina Sofia Dias, Adida Financeira da Representação Permanente de Portugal junto da União Europeia.

1- Relatório Larosière: *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière - report*, 25 Fevereiro 2009; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

2- Designadamente a Comunicação da Comissão Supervisão financeira europeia COM(2009) 252 final de 27 Maio 2010 disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/373&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

3- *Workshop on Financial Supervision and Regulation: Lessons from the Crisis and Challenges Ahead*, Lisboa, 2/3 Julho 2010, disponível em: <http://www.gpeari.min-financas.pt/eventos/workshop-on-financial-supervision-and-regulation>.

O objecto deste trabalho consiste na análise de algumas das principais alterações no campo da supervisão dos valores mobiliários (e instrumentos financeiros em geral) e mercados que serão introduzidas pela referida reforma europeia.⁴

Além da criação das novas instituições com poderes de regulação e supervisão directos a nível europeu, as mais marcantes alterações associadas à nova arquitectura de supervisão europeia revelam-se em vários domínios do mercado de capitais, sendo o domínio da supervisão das agências de *rating* um caso de especial destaque pelo alcance das alterações introduzidas. Esta área, aliás, pode ser considerada como o balão de ensaio para um possível caminho futuro no sentido de uma ainda maior integração da supervisão europeia do mercado de capitais, em que as Autoridades Europeias de Supervisão (AES) exercem supervisão directa de relevância noutros domínios do mercado financeiro.

A nova legislação traz importantes modificações com impacto nos sectores bancário e dos seguros e fundos de pensões, cuja análise está porém fora do âmbito do presente trabalho.

O trabalho baseou-se no conteúdo dos regulamentos comunitários que instituem as AES e o Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS), bem como no conteúdo da Directiva *Omnibus I*, todos publicados em 15 de Dezembro de 2010 no Jornal Oficial da União Europeia (JOUE).⁵

Estes textos são o resultado do compromisso alcançado entre o Parlamento Europeu e o Conselho da União em sessão plenária de Setembro de 2010, com base nas propostas apresentadas pela Comissão Europeia em 23 Setembro de 2009. A operacionalização do sistema (institucional) europeu de supervisão financeira foi prevista para 1 de Janeiro de 2011.

2. TRAÇOS GERAIS DA NOVA ARQUITECTURA DE SUPERVISÃO FINANCEIRA EUROPEIA

A crise financeira e o risco, móveis da nova supervisão europeia

Uma das lições da recente crise financeira para os supervisores foi a de que a supervisão dos mercados de valores mobiliários deve ir para além dos seus fins tradicionais, fins esses que incluem a protecção dos investidores e a defesa da transparência, eficiência e integridade do mercado de valores mobiliários.

A questão do risco sistémico tornou-se um tema central no léxico da actividade de supervisão financeira e da reforma da regulação e supervisão globais, incluindo a europeia. A União Europeia reconheceu a importância de se considerar o risco nos processos de regulação e supervisão dos mercados financeiros, tendo centrado a reforma da arquitectura de supervisão financeira precisamente nessa questão. O exemplo mais emblemático da abordagem seguida é a criação do Conselho Europeu para o Risco Sistémico, cuja missão é precisamente prevenir e mitigar o risco sistémico.

4- Por uma questão de consistência com as versões portuguesas dos actos jurídicos relevantes para este trabalho optou-se por utilizar a expressão valores mobiliários em vez de instrumentos financeiros. Porém, considera-se que esta última é mais abrangente do que aquela, pois compreende no seu universo realidades contratuais que não podem ser tipificadas como valores mobiliários tradicionais, fazendo por isso parte de um universo mais vasto (e.g. instrumentos financeiros de tipo contratual como por exemplo instrumentos financeiros derivados). Não obstante a diferenciação feita, a expressão valores mobiliários é aqui usada sempre no seu sentido mais lato, e pretende referir-se ao universo dos instrumentos financeiros.

5- Cf. referências completas dos documentos em anexo.

Elementos estruturantes do sistema

Em traços gerais a nova arquitectura de supervisão financeira europeia consiste num, assim chamado, Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), assente em dois pilares essenciais e interligados: um de supervisão macroprudencial e outro de supervisão microprudencial.

O pilar macroprudencial consiste no estabelecimento de um Conselho Europeu do Risco Sistémico (CERS) que gravita em torno do Banco Central Europeu (BCE), tanto ao nível de sinergia de objectivos, como de recursos humanos e financeiros. O fim último deste pilar é a monitorização do risco sistémico no sentido de identificar, prevenir ou atenuar os riscos sistémicos que ameaçam a estabilidade financeira da União Europeia (UE).⁶

O pilar microprudencial consiste essencialmente na criação de três AES, respectivamente para o sector dos valores mobiliários, para o sector bancário e para o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. O objectivo deste pilar é garantir a supervisão das entidades individuais que constituem o universo de cada um dos três ramos do sistema financeiro, ou seja, o sector dos valores mobiliários e mercados, o sector bancário e o sector dos seguros e fundos de pensões complementares. As AES, ou ESAs

em inglês, de *European Supervisory Authorities*, substituem os actuais comités de nível três, parte integrante do processo *Lamfalussy*,⁷ ou seja, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR),⁸ doravante o CESR, o *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS),⁹ doravante o CEBS, e o *Committee of European Insurance and Occupational Pension Schemes* (CEIOPS),¹⁰ doravante o CEIOPS. As AES deverão dar continuidade ao trabalho anteriormente desenvolvido nestes comités, para além, naturalmente, das atribuições que lhes serão próprias.

Este modelo institucional de supervisão assenta em três grupos de projectos de actos jurídicos principais, a saber:

- i) o Regulamento (UE) N.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), ou *European Systemic Risk Board* (ESRB), doravante CERS, e o Regulamento (UE) N.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro, que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do CERS;
- ii) os Regulamentos (UE) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro, que criam as Autoridades Europeias de Supervisão:

6- O «Risco sistémico» é definido no Artigo 2/c do Regulamento CERS como, «*um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, de mercados e de infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico.*».

7- O processo *Lamfalussy* (cujo nome tem origem no nome do seu mentor, Alexandre *Lamfalussy*), é o processo legislativo comunitário especificamente aplicável ao domínio dos serviços financeiros.

8- Em português: Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) conforme Decisão 2009/77/CE da Comissão.

9- Em português: Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CAESB) conforme Decisão 2009/78/CE da Comissão.

10- Em português: Comité das Autoridades Europeias de Supervisão dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (CAESSPCR) conforme Decisão 2009/79/CE da Comissão.

ii.a) o Regulamento (UE) N.º 1095/2010 que cria uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (AEVMM) ou *European Securities and Markets Authority*, ESMA, doravante a ESMA¹¹ ou a Autoridade (“Regulamento ESMA”);

ii.b) o Regulamento (UE) N.º 1093/2010 que cria uma Autoridade Europeia Bancária (AEB), ou *European Banking Authority* (EBA), doravante a EBA;¹²

ii.c) o Regulamento (UE) N.º 1094/2010 que cria uma Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (AESPCR), ou *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), doravante a EIOPA;¹³

iii) Directiva (UE) N.º 78/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o direito comunitário sectorial dos serviços financeiros para acomodar as competências das autoridades europeias de supervisão, doravante a Directiva *Omnibus I* ou *Omnibus*.¹⁴

Além das entidades criadas com os actos jurídicos referidos, que incluem também o Comité Conjunto, as autoridades competentes de supervisão dos Estados-Membros são também um dos pilares do SESF.

O Regulamento ESMA, incluindo o Comité Conjunto, e a Directiva *Omnibus* serão analisados em pormenor nas secções que se seguem.

A Supervisão Macroprudencial

Relativamente à supervisão macroprudencial é interessante notar que nos Estados Unidos a recente reforma legislativa sobre a supervisão dos mercados financeiros também contemplou a criação de uma entidade nova dedicada à supervisão macroprudencial, assimilável ao CERS. Trata-se do *Financial Stability Oversight Council* (FSOC).¹⁵ Esta entidade, presidida pelo Departamento do Tesouro norte-americano, funciona como uma rede de supervisores do sistema financeiro nacional, e apoia-se numa estrutura de análise técnica de mercados, inserida no Departamento do Tesouro, o *Office of Financial Research* (OFR). A missão do FSOC é identificar riscos e dar resposta às ameaças potenciais à estabilidade financeira. O CERS, por seu turno, embora seja concebido com fins e, em certa medida, *modus operandi* comuns aos do FSOC, assume contornos particulares. Desde logo é uma entidade supranacional cuja estrutura se baseia largamente no Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e na representação das AES, embora o resultado da sua acção esteja, em certa medida, condicionado pela actuação do Conselho da União, como se verá adiante. O CERS tem o poder de emitir alertas e recomendações, bem como de identificar riscos sistémicos, proceder à troca (recolha) de informação com as AES e interagir internacionalmente. Tanto as recomendações como os alertas podem ser públicos ou confidenciais.

11- Cf. referências completas dos documentos em anexo.

12- Idem nota anterior.

13- Idem nota anterior.

14- Idem nota anterior.

15- “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, aprovado no Senado Americano em 16 de Julho de 2010.

Porém, no que respeita à declaração de uma situação de emergência, tem os seus poderes limitados.¹⁶ Não pode adoptar decisões dirigidas às AES ou a outras entidades, podendo apenas dirigir alertas confidenciais ao Conselho, sendo este último que, em última instância e em consulta com a Comissão Europeia, adopta a decisão dirigida às AES. O CERS pode ainda dirigir as suas recomendações no sentido da adopção de medidas correctivas dos riscos identificados, incluindo medidas legislativas, à União no seu conjunto, aos Estado-Membros, às AES ou às autoridades competentes nacionais. Talvez uma das diferenças mais marcantes entre estas duas recém-criadas entidades seja o facto de o CERS centrar a sua existência no BCE, no SEBC e nas AES, enquanto o FSOC se centra numa estrutura governamental, o Departamento do Tesouro.

O CERS não é, nesta perspectiva, a única instituição cujo exercício dos poderes respectivos depende da intervenção do Conselho. Estão na mesma situação as próprias AES e a Comissão. Isto porque também as AES e a Comissão podem solicitar a declaração de uma situação de emergência, em moldes idênticos aos aplicáveis ao CERS.¹⁷ A importância da declaração de uma situação de emergência reside no facto de esta situação despoletar a possibilidade de exercício de um conjunto de poderes específicos de supervisão das AES, cujo teor será, relativamente à ESMA, explorado mais adiante.

Após serem conhecidas as iniciativas da Comissão Europeia relativas à supervisão financeira, a IOSCO procedeu à revisão dos seus princípios

no sentido de dar um novo enfoque ao risco sistémico. Oito novos princípios foram acrescentados aos existentes *Objectives and Principles of Securities Regulation* no sentido de reforçar as responsabilidades dos supervisores de valores mobiliários e mercados relativamente ao risco sistémico.¹⁸

O Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, doravante o “Comité Conjunto”, funciona como elo de ligação entre a supervisão macroprudencial e a supervisão microprudencial. Este é o órgão do SESF previsto no Artigo 54 dos três regulamentos que criam as AES e destina-se a promover a consistência intersectorial da supervisão europeia e servir de interface entre as AES e o CERS. A cooperação intersectorial revela-se necessária entre a ESMA e as outras duas AES, a EBA e a EIOPA, no contexto do funcionamento do SESF. Relembre-se a este propósito que a ESMA (e as outras AES) têm também o poder/função de cooperar estreitamente com o CERS.

O papel da Comissão Europeia no SESF

A Comissão Europeia assegura uma participação relevante na supervisão financeira da União Europeia, conquistando assim uma maior intervenção a nível europeu no sector dos serviços financeiros.

A Comissão participará directamente no processo de supervisão macroprudencial, através de representação com direito de voto nos órgãos decisórios do CERS, o Conselho Geral e o Comité Director. Na supervisão microprudencial a

16- Cf. Artigo 3/2/e do Regulamento CERS.

17- Cf. Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

18- IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, designadamente os princípios 6 e 7, relativos a reguladores: “6 *The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate.*” e “7 *The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.*”, disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

a Comissão dispõe de vários poderes. Estes incluem o poder de modificar/rejeitar projectos de normas técnicas de regulamentação e de execução da ESMA relativos aos mercados e seus intervenientes, da participação da Comissão no Conselho de Administração das AES como membro observador com direito de voto em questões orçamentais. A Comissão têm um papel importante no processo de supervisão europeia, quer a nível macroprudencial, quer a nível microprudencial.

Embora as concepções sobre qual devesse ser a intervenção da Comissão Europeia no SESF variassem amplamente, existindo-as mais ou menos ambiciosas, o resultado obtido parece reflectir o basilar princípio da subsidiariedade na construção da Europa comunitária, consignado Tratado da União Europeia (TUE).¹⁹ Ou seja, em domínios de competências partilhadas entre a Comunidade e os Estados-Membros, as instituições comunitárias não deverão actuar em áreas em que os Estados-Membros e/ou entidades nacionais actuam de forma mais eficaz.

A rapidez do processo de adopção do novo enquadramento regulatório e de supervisão

O sentimento de urgência na criação e implementação da nova arquitectura de supervisão financeira europeia foi de tal ordem, que as propostas de regulamentos comunitários relativos à criação das novas entidades que integram o SESF entraram em vigor em 1 de Janeiro de 2011. Todavia, na prática a nova legislação só virá a surtir efeitos práticos plenos visíveis no terreno dos participantes do mercado financeiro no final de 2011. Isto sucede porque a Directiva

Omnibus estatui que a transposição das alterações ao direito sectorial para o direito nacional por parte dos Estados-Membros se faça até ao final de 2011: são precisamente os artigos da *Omnibus* que promovem as alterações ao direito comunitário sectorial dos serviços financeiros, e que dão genuinamente corpo à acção das novas AES. Deste modo, se exceptuarmos a supervisão das agências de *rating* cujo processo regulatório foi encetado antes e que se encontra já em fase avançada, a emissão de projectos de normas técnicas por parte da ESMA só estará a funcionar plenamente em 2012, i.e. doze meses após a entrada em vigor da Directiva (Cf. Artigo 13/1 da Directiva *Omnibus*).

3. A ESMA, A DIRECTIVA *OMNIBUS* E O REGULAMENTO COMUNITÁRIO DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

3.1 ESMA

Como anteriormente referido a ESMA substitui o CESR. Nesse sentido terá, para além das suas novas atribuições, que assumir as funções e competências do extinto CESR, incluindo a continuação dos trabalhos e projectos em curso.

A ESMA é estabelecida como um organismo da União Europeia dotado de personalidade jurídica e gozando da mais ampla capacidade jurídica reconhecida às pessoas colectivas segundo a legislação do Estado-Membro em que se encontra. Os regulamentos das AES prevêm que as AES tenham as suas sedes nas sedes dos extintos Comités de nível três. No caso da ESMA a sede é França (Paris), como sucedia com o CESR. A questão da localização das agências

19- Cf. Artigo 5 do Tratado da União Europeia: “Nos domínios que não sejam das suas atribuições exclusivas, a Comunidade intervém apenas, de acordo com o princípio da subsidiariedade, se e na medida em que os objectivos da acção prevista não possam ser suficientemente realizados pelos Estados-Membros, e possam pois, devido à dimensão ou aos efeitos da acção prevista, ser melhor alcançados ao nível comunitário.”

européias de supervisão foi um tema de discórdia entre o Conselho e o Parlamento Europeu. Este chegou a defender uma solução em que todas as AES fossem sedeadas na mesma cidade, em Francoforte, sede do BCE, possivelmente numa lógica de ir pavimentando o caminho para a criação de uma hipotética entidade única de supervisão integrada europeia. Todavia, a visão do Conselho, preconizando a manutenção do *status quo*, acabou por prevalecer.

3.1.1 Fins e objectivos

Em linhas genéricas, e apresentado de forma simplificada, o fim da ESMA é «*proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos, em benefício da economia da União, dos seus cidadãos e das suas empresas.*», conforme consta do texto do Regulamento ESMA.²⁰ Mais especificamente, a ESMA tem por objectivo promover a convergência da supervisão e uma cultura comum de supervisão em toda a União e promover a resposta coordenada da supervisão financeira da União. O Artigo 1/5 do Regulamento enumera os objectivos intermédios por via dos quais a ESMA deve atingir o seu fim último, e que se transcrevem de seguida:

- Melhorar o funcionamento do mercado interno, nomeadamente através de um nível substancial, eficaz e coerente de regulação e supervisão;
- Assegurar a integridade, a transparência, a eficiência e o bom funcionamento dos mercados financeiros;

- Reforçar a coordenação internacional no domínio da supervisão;
- Evitar a arbitragem regulamentar e promover a igualdade das condições de concorrência;
- Assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada;
- Reforçar a protecção dos consumidores.

Dado o contexto de crise financeira em que surge esta reforma da supervisão do sistema financeiro europeu e a necessidade de equacionar a essência da *raison d'être* dos supervisores de valores mobiliários e de mercados, a ESMA deve também acompanhar e avaliar a evolução dos mercados sob sua alçada, numa perspectiva de identificação, prevenção e mitigação de risco sistémico.²¹

As funções previamente desempenhadas pelo CESR enquadravam-se igualmente nos objectivos anteriormente referidos, embora o objectivo de reforço da protecção dos consumidores e o papel activo no âmbito da prevenção do risco tragam consigo a ideia de um alargamento do perímetro de actuação da ESMA, pois estes domínios de acção conquistam um «protagonismo» inexistente até então.

3.1.2 Governo e funcionamento

Para a prossecução dos seus objectivos a Autoridade tem várias atribuições e dispõe de diversos poderes que exerce segundo uma estrutura de governo organizacional própria.

20- Cf. Artigo 1/5 do Regulamento ESMA

21- Cf. Artigo 1/penúltimo parágrafo. O trabalho de análise de mercados e monitorização dos riscos tem dado já alguns passos importantes no CESR, pelo Comité do CESR sobre análise económica e de mercados – em inglês: *Committee for Economic and Markets Analysis (CEMA)* – presidido aliás, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). A informação pública sobre o mesmo encontra-se disponível em: <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=54>

A estrutura de governo adoptada na ESMA é *sui generis* nalguns aspectos. A organização da ESMA assenta em três órgãos de decisão principais:

- i) o Conselho de Supervisores;²²
- ii) o Conselho de Administração;²³
- iii) a Câmara de Recurso (comum às três AES);²⁴

O Conselho de Supervisores é o órgão máximo de decisão da ESMA e é composto pelos mais altos dirigentes das 27 autoridades competentes nacionais. Participam ainda no Conselho de Supervisores, mas sem direito a voto, a Comissão Europeia, os Presidentes da EBA e da EIO-PA e o Presidente do CERS. Decide por maioria simples dos membros, excepto quando as decisões têm carácter geral e abstracto, em que vigora a regra da maioria qualificada dos membros,²⁵ designadamente quanto à adopção de projectos de normas técnicas de regulamentação e de execução. As decisões em matéria orçamental são também tomadas de acordo com o princípio da maioria qualificada.

O Conselho de Administração tem como atribuição principal preparar as reuniões do Conselho de Supervisores submetendo-lhe os assuntos objecto de decisão. É composto por seis membros do Conselho de Supervisores escolhidos dentro deste e por este, que alternam em base rotativa. Decidem por maioria simples. O Director Executivo da agência e um representante da Comissão Europeia participam nas reuniões

do Conselho de Administração embora sem direito a voto. A Comissão tem porém direito de voto em matérias relacionadas com o orçamento da agência. Uma das principais funções do Director Executivo é a preparação do anteprojecto de orçamento anual (o que engloba a gestão previsional de recursos humanos), sendo necessária a aprovação do mesmo por parte do Conselho de Administração antes da adopção final pelo Conselho de Supervisores.

A Câmara de Recurso é uma primeira (e desejavelmente a única) sede de recurso das decisões tomadas pela ESMA ao dispor das autoridades competentes nacionais e dos participantes de mercado. Este tipo de órgão de recurso não é uma originalidade das AES no sentido em que já existem órgãos similares em agências da Comunidade.²⁶ Estes órgãos devem funcionar como um mecanismo de controlo interno, sendo uma etapa intermédia antes de um possível recurso junto do sistema jurisdicional da União. Nem todas as decisões da ESMA são susceptíveis de recurso junto da Câmara de Recurso, sendo nestes casos os tribunais europeus a sede apropriada para recorrer.²⁷ A matéria sobre a qual pode versar um recurso junto da Câmara de Recurso de uma decisão da ESMA deve relevar da aplicação do direito comunitário dos serviços financeiros por parte de uma autoridade competente de um Estado-Membro, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução, da acção em situações de emergência e da resolução de diferendos entre autoridades

22- Cf. Artigo 40 e seguintes do Regulamento ESMA.

23- Cf. Artigo 45 e seguintes do Regulamento ESMA.

24- Cf. Artigo 58 e seguintes do Regulamento ESMA.

25- De acordo com o peso relativo de cada Estado-Membro no Conselho da União Europeia conforme Artigo 16/4 do TUE e Artigo 3 do Protocolo n.º 36.

26- Por exemplo, o Instituto de Harmonização para Mercado Interno, o Instituto Comunitário das Variedades Vegetais e a Agência Europeia para a Segurança da Aviação.

27- Cf. Artigo 61/1 do Regulamento ESMA.

competentes nacionais em situações transfronteiriças.

Uma decisão da ESMA pode ainda ser objecto de recurso na Câmara de Recurso numa primeira fase, e sucessivamente, ser objecto de novo recurso perante o Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE).²⁸ Finalmente pode recorrer-se directamente da decisão junto do TJUE qualquer que seja a matéria em causa, pois o uso da Câmara de Recurso é facultativo.

Na perspectiva dos participantes no mercado nacional, a ESMA passa a valer como uma alternativa de garante do cumprimento da legislação comunitária, incluindo a aplicação que a própria CMVM faz daquela legislação, para além dos mecanismos nacionais de protecção do investidor e defesa do mercado (CMVM e sistema de justiça nacional).

Além dos órgãos decisórios colectivos, estão definidas no Regulamento comunitário figuras individuais que fazem parte da orgânica da Autoridade: o Presidente da Autoridade e o Director Executivo.

O Presidente conduz os destinos da autoridade, o que significa presidir aos dois órgãos principais de decisão (Conselho de Administração e Conselho de Supervisores) mas sem direito de voto no Conselho de Supervisores. Desempenha as suas funções com independência podendo ser exonerado do cargo apenas por decisão do Parlamento Europeu, na sequência de decisão do Conselho de Supervisores. Visto que as AES têm assento no CERS, o Presidente tem também direito de voto no Conselho Geral e no

Comité Director, principais órgãos decisórios do CERS.

O Director Executivo da autoridade assegura a gestão da agência, fazendo executar o seu plano de actividades e preparando os trabalhos do Conselho de Administração. Embora possa participar nas reuniões do Conselho de Administração não tem direito de voto. Similarmente, também a Comissão Europeia pode ter um representante naquelas reuniões, sem direito a voto, com excepção do voto em matérias que relevem do orçamento da Autoridade.

A ESMA dispõe na sua estrutura orgânica de um órgão consultivo, o Grupo de Interessados do Sector dos Valores Mobiliários e Mercados (*Securities and Markets Stakeholders Group*).²⁹ Este grupo vem essencialmente substituir o anterior Painel Consultivo de Representantes de Mercado do CESR.³⁰ A sua composição não se limita aos representantes dos participantes do mercado, incluindo também, mas não só, representantes dos trabalhadores, consumidores e utilizadores de serviços financeiros, académicos e representantes das PME. A sua função principal é dar opiniões à ESMA sobre normas técnicas de regulamentação e de execução.

O Comité para a Inovação Financeira é uma das originalidades da construção da ESMA.³¹ Este comité, constituído por representantes das autoridades nacionais dos valores mobiliários e mercados, entre outros, coordena as posições das autoridades competentes dos Estados-Membros no sentido de limitar temporariamente o exercício de actividades financeiras que sejam consideradas uma ameaça à estabilidade

28- Cf. Artigo 61/1 do Regulamento ESMA.

29- Cf. Artigo 37 e seguintes do Regulamento ESMA.

30- Em inglês: *Market Participants Consultative Panel*.

31- Cf. Artigo 9/4 do Regulamento ESMA.

financeira e contrárias ao bom funcionamento e à integridade dos mercados. A proibição ou restrição de actividades financeiras deve ocorrer nos termos fixados na legislação sectorial.

3.1.3 Poderes e atribuições

Quanto aos poderes e atribuições da ESMA, para efeitos de análise, estes são agrupados em dois tipos ou vectores: os poderes transversais e os poderes sectoriais. Por poderes transversais entendem-se poderes genéricos potencialmente aplicáveis a todos os domínios dos mercados financeiros, quer se trate de poderes regulamentares, de supervisão ou de coordenação.

Por poderes sectoriais entendem-se aqueles que a Autoridade detém em particular no que respeita a um domínio específico dos mercados de capitais e/ou valores mobiliários, como é o caso, por exemplo, do sector da notação de risco de crédito (agências de *rating*), dos fundos de investimento, ou de qualquer outro dos domínios estipulados no Regulamento ESMA, em particular no Artigo 1/2 do Regulamento. A classificação aqui adoptada serve apenas o propósito apresentar os poderes/competências da ESMA de forma sistematizada para facilitar a compreensão do seu vasto universo. Porém, é importante deixar claro que a forma de classificação dos mesmos não pressupõe qualquer relação de independência de um tipo face a outro. Pelo contrário, os poderes sectoriais e os poderes transversais estão intrinsecamente interligados e são totalmente interdependentes, não fazendo sentido a existência de uns sem os outros.

Os poderes transversais incluem os poderes regulamentares, os poderes de supervisão, os poderes de coordenação entre outros adiante

explicitados. Os poderes sectoriais correspondem à delimitação do campo de actuação das AES, neste caso da ESMA, por domínio do sector financeiro. Esta delimitação é feita, em primeira linha, mas não exclusivamente, através de uma listagem de todos os actos jurídicos comunitários (direito derivado) que relevam dos serviços financeiros, que abrange onze domínios do mercado de capitais (dez directivas e um regulamento) com legislação comunitária já em vigor ou em vias de o ser a breve termo. Os actos legislativos comunitários de base que traçam a fronteira de atribuições da ESMA, ou seja os que relevam dos instrumentos financeiros e mercados, são parcialmente analisados mais adiante no documento.

De seguida examina-se o potencial significado de cada um destes poderes, bem como alguns conceitos/situações que subjazem ao seu efectivo exercício.

Poderes Transversais

A ESMA dispõe de vários poderes transversais que em grande medida permitem que a ESMA continue a assegurar as funções até então desenvolvidas pelo CESR, e noutra medida permitem à ESMA desenvolver novas funções. Como já referido os poderes transversais incluem poderes do tipo regulamentar, de supervisão e de coordenação, embora se possam identificar outros, porventura de menor relevância, confundíveis com as próprias funções da autoridade, também classificáveis como transversais. Incluir-se-iam neste último grupo a competência internacional da ESMA, a análise económica do mercado, os exercícios de *peer pressure* e a gestão e divulgação centralizadas de informação relativa aos mercados supervisionados e seus intervenientes.

Uma das mais substanciais diferenças entre os poderes do CESR e os poderes da ESMA, é o facto de a ESMA poder vir a actuar, em certas circunstâncias, como *watchdog* dos supervisores nacionais. Caso uma autoridade competente não cumpra com as obrigações decorrentes da legislação comunitária dos valores mobiliários e mercados, a ESMA pode adoptar decisões vinculativas em que a entidade visada é uma autoridade competente nacional, ou um participante de mercado por aquela supervisionado. Este importante poder todavia só pode ser exercido em casos limitados, bem delineados, e mediante a verificação de um conjunto circunstâncias bastante restritivo. Esta função de *watchdog* das autoridades nacionais, que nem sempre é assumida, passou a existir de facto e é analisada com algum pormenor nas secções seguintes dedicadas aos poderes de supervisão e de coordenação/mediação da ESMA.

3.1.3.1 Poderes de Regulação

Um dos fins principais ao qual subjaz a criação das autoridades de supervisão europeias é a convergência da regulamentação aplicável ao sector financeiro, nos seus três ramos principais. Trata-se da criação de um *single rule book*³² aplicável a todos os Estados-Membros, que torne mais eficaz o funcionamento do mercado único dos serviços financeiros e promova a igualdade de tratamento entre os investidores da União. O *single rule book* compreende *standards* técnicos vinculativos em toda a União ou não-vinculativos (*guidelines*).

Assim, à semelhança do que já era prática com o CESR, a ESMA, tal como as outras duas AES, foi chamada a responder a esse desígnio, tendo sido dotada de poderes no que se refere à produção dos referidos *standards*. Valendo-se dos conhecimentos especializados dos seus membros nos domínios dos valores mobiliários e mercados, a este respeito, o papel da ESMA consiste fundamentalmente na preparação dos projectos dos referidos *standards*, se vinculativos, e na preparação integral e respectiva adopção, se se trate apenas de *guidelines*. Os *standards* técnicos são aprovados pela Comissão, podendo esta aprovar os respectivos projectos apenas parcialmente ou com alterações, se o interesse da União o requerer. Pode também rejeitá-los integralmente.

Estão previstos dois tipos de *standards* técnicos vinculativos: as normas técnicas *de regulamentação*³³ e as normas técnicas *de execução*.³⁴

As diferenças principais entre estes tipos decorrem do processo legislativo que lhes está na origem em consonância com o previsto no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). Enquanto as normas técnicas de regulamentação estão associadas a actos jurídicos delegados,³⁵ as normas técnicas de execução estão associadas a actos jurídicos de execução.³⁶ No contexto do Regulamento ESMA, os primeiros aplicam-se a normas técnicas que «*não implicam opções estratégicas ou escolhas políticas e o seu conteúdo é delimitado pelos actos legislativos nos quais se baseiam*»,³⁷ os

32- Em português: código único de regras.

33- Cf. Artigos 10 a 14 do Regulamento ESMA.

34- Cf. Artigo 15 do Regulamento ESMA.

35- Cf. Artigo 290.º do TFUE (Actos delegados - delegam na Comissão «*o poder de adoptar actos não-legislativos de alcance geral que complementem ou alterem certos elementos não essenciais do acto legislativo*»).

36- Cf. Artigo 291.º do TFUE (Actos de execução – conferem à Comissão competências de execução «*quando sejam necessárias condições uniformes de execução dos actos juridicamente vinculativos da União*»).

37- Cf. Artigo 10/1/2.º§ do Regulamento ESMA.

segundos aplicam-se quando é necessário «*determinar as condições de aplicação*» do direito sectorial existente (actos jurídicos vinculativos), não implicando igualmente «*decisões estratégicas ou escolhas políticas*».

Para melhor compreensão do alcance das diferenças acima realçadas, eis alguns exemplos de normas técnicas *de regulamentação* e de execução previstas:

- No âmbito do Artigo 57 da DMIF³⁸ sobre supervisão de membros de mercados regulamentados, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam as informações que devem ser objecto de intercâmbio entre autoridades competentes no âmbito da cooperação na supervisão, incluindo acções de supervisão presencial e investigações; pode elaborar projectos de normas técnicas *de execução* destinadas a criar formulários, modelos e procedimentos normalizados para as autoridades competentes cooperarem naquelas actividades de supervisão.
- No âmbito do Artigo 5 da Directiva UCITS³⁹ 40 relativo ao processo de autorização de fundos de investimento harmonizados, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam as informações a prestar às autoridades competentes por ocasião do processo de autorização.
- No âmbito do Artigo 17 da Directiva UCITS⁴¹ relativo ao processo de notificação associado ao estabelecimento sucursais

sais de sociedades gestoras de fundos de investimento harmonizados no território de outro Estado-Membro, a ESMA pode elaborar projectos de normas técnicas *de regulamentação* que especificam a informação a notificar e projectos de normas técnicas *de execução* destinadas a criar formulários, modelos e procedimentos normalizados para a transmissão da informação a notificar.

Assim, tanto as normas técnicas de regulamentação como as normas técnicas de execução, como o nome indica, normas de carácter meramente técnico, e em nenhum caso podem implicar decisões estratégicas ou escolhas políticas. Ambos os tipos de normas são adoptadas sob a forma de regulamentos ou decisões comunitárias.

Todavia, numa eventual hierarquia de importância, bem patente nos exemplos reais antes referidos, poder-se-ia dizer que as normas técnicas de regulamentação se situam num nível mais elevado do que as normas técnicas de execução. Esta “classificação” é corroborada pelo tipo de processo que conduz à adopção de cada um dos tipos de normas.

Enquanto a adopção final dos projectos de normas técnicas *de execução* depende apenas da ESMA e da Comissão Europeia, já a adopção final dos projectos de normas técnicas *de regulamentação* exige a intervenção do Parlamento Europeu e do Conselho. No contexto do poder executivo da Comissão, esta tem a última

38- Cf. Artigo 57 da DMIF com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

39- Cf. Artigo 5 da Directiva UCITS com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

40- *Undertakings for Collective Investment Schemes in Transferable Securities*, sigla inglesa para denominar a Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).

41- Cf. Artigo 17 da Directiva UCITS com a nova redacção dada pela Directiva *Omnibus I*.

palavra sobre os regulamentos ou decisões de execução.

Relativamente aos projectos de normas técnicas de regulamentação, quer o Parlamento quer o Conselho têm em última análise o direito de colocar objecções, podendo bloquear, justificadamente, a adopção da proposta da Comissão baseada nos projectos da ESMA. Isto significa que para que um projecto de norma técnica de regulamentação seja finalmente adoptado como decisão ou regulamento, há um longo caminho a percorrer. Primeiro a Comissão e a ESMA devem chegar a um acordo sobre o conteúdo do projecto elaborado pela ESMA. A margem de divergência deve ser mínima, sob pena de a Comissão rejeitar simplesmente o projecto, terminando aí precipitadamente o processo. Se porém esta etapa for superada, é então necessário que o Parlamento e o Conselho não se oponham à proposta veiculada pela Comissão. Naturalmente, o sistema está concebido para que a melhor opção em termos de custo político e utilização do tempo seja o encontro de uma solução de compromisso no mais breve espaço de tempo.

Frisa-se que o poder delegado à Comissão pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho para adoptar normas técnicas de regulamentação é temporário, sendo o prazo fixado em quatro anos, automaticamente renovável.

O real alcance do poder da ESMA relativo à emissão de *standards* técnicos é dado, na prática, em larga medida, pelas modificações introduzidas a cada instrumento jurídico do direito sectorial dos serviços financeiros. De acordo com a Directiva *Omnibus I*, em todas as áreas por esta abrangidas, está prevista a possibilidade de adopção de projectos de *standards* técnicos vinculativos, com excepção de uma.⁴² Esta possibilidade assume um carácter especialmente extenso em domínios como a Directiva UCITS, a DMIF⁴³ e os Prospectos, sendo mesmo obrigatória em áreas como a DMIF e os Prospectos.⁴⁴ A regulação de matérias que envolvam decisões estratégicas ou escolhas políticas continua a ser competência dos legisladores Parlamento e Conselho, sob iniciativa da Comissão. A proposta de revisão do Regulamento CRA prevê a delegação de poderes na Comissão por parte do Parlamento e do Conselho para que esta possa adoptar medidas (actos delegados) nas seguintes matérias relativas à regulação e supervisão de agências de *rating*: i) taxas de supervisão;⁴⁵ ii) regras de procedimento relativas ao exercício do poder de impor multas e penalidades;⁴⁶ iii) para ter em conta os desenvolvimentos de mercado, regras sobre independência e conflitos de interesses e informações a fornecer no pedido de registo que constam dos anexos ao regulamento;⁴⁷ e iv) decisões de equivalência de regime de regulação e supervisão de países terceiros.⁴⁸

42- Directiva 1998/26/CE relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários.

43- Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

44- Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

45- Cf. Artigo 19 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10. Todas as referências a artigos do futuro Regulamento CRA, após revisão, referem-se ao artigo do Regulamento CRA original em si com a nova redacção expectável. Para simplificar optou-se por não se fazer referência aos artigos da proposta de revisão do Regulamento CRA que operam as referidas modificações aos artigos do regulamento de base.

46- Cf. Artigo 23d do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

47- Cf. Artigo 37 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

48- Cf. Artigo 5/6 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

Como referido, as normas técnicas são adoptadas sob a forma de regulamentos ou decisões comunitárias, o que lhes confere a característica de terem efeito directo. Esta característica é de extrema importância pois significa que as matérias reguladas estão associadas ao exercício dos poderes da ESMA na sua forma mais ampla, designadamente no que respeita aos poderes de supervisão e de mediação vinculativa.

A ESMA é ainda competente para emitir orientações e recomendações sobre matéria técnica⁴⁹ – instrumentos jurídicos não vinculativos – cujos destinatários são as autoridades competentes nacionais e os intervenientes de mercado, à semelhança do que já sucedia com o CESR.

3.1.3.2 Poderes de Supervisão

Supervisão directa (visando directamente os intervenientes de mercado) e supervisão indirecta (por via da actuação junto das autoridades competentes nacionais)

Tendo por pano de fundo as suas competências de supervisão, a Autoridade pode adoptar decisões individuais dirigidas a intervenientes de mercado, quando esteja em causa a violação da aplicação de normas comunitárias directamente aplicáveis⁵⁰ conforme previsto no Artigo 17 do Regulamento ESMA sobre violação da legislação da União. Deixam de ser apenas a Comis-

são Europeia e o sistema jurisdicional europeu, designadamente o TJUE, as únicas entidades a nível comunitário a intervir quando se verifique uma violação do direito comunitário – de efeito directo – passando a ESMA a ter também uma participação no *enforcement* do direito comunitário dos serviços financeiros, mais precisamente na forma como este é aplicado pelas autoridades nacionais de supervisão.

A ESMA pode iniciar uma investigação de um alegado incumprimento do direito comunitário por parte de um Estado-Membro, em *tandem* com a Comissão Europeia, e sem prejuízo das competências do TJUE. A ESMA emite uma (hipotética) recomendação à autoridade competente nacional do Estado-Membro que está em incumprimento, e se esta não agir, após parecer formal da Comissão Europeia reforçando a recomendação da Autoridade, a Autoridade poderá emitir uma decisão individual vinculativa cuja entidade visada é um interveniente de mercado. Este poder da ESMA não é, todavia, geral. Aplica-se a um campo limitado e bem delineado, que é o das situações reguladas por normas jurídicas comunitárias directamente aplicáveis. Significa isto os domínios regulados por regulamentos comunitários, por oposição a directivas, e que são actualmente os seguintes: agências de *rating*,⁵¹ derivados OTC (*Over-The-Counter*) e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais e repositórios

49- Cf. Artigo 16 do Regulamento ESMA.

50- Normas de direito comunitário directamente aplicáveis referem-se a normas de direito comunitário que não carecem de actos de transposição para que sejam aplicáveis no território dos Estados-Membros, e sobrepõem-se às normas nacionais sobre a mesma matéria. Tipicamente as normas comunitárias directamente aplicáveis são as que constam de regulamentos comunitários. Estas normas têm também efeito directo. Ou seja, podem ser invocadas num tribunal da União Europeia, e não apenas nos tribunais nacionais dos Estados-Membros.

51- Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às agências de notação de risco.

de transacções),⁵² *short-selling*⁵³ e um conjunto de disposições de nível dois da DMIF⁵⁴ e da Directiva dos Prospectos.⁵⁵ Além dos domínios referidos, a ESMA pode agir em todos os domínios relativamente aos quais venham a ser adoptadas normas técnicas visto estas virem a assumir a forma de regulamentos ou decisões. Trata-se de um poder cujo exercício se espera vir a ser esporádico e pontual, que porém vale como dissuasor do incumprimento do direito comunitário por parte dos Estados-Membros e respectivas autoridades de supervisão nacional.

Em suma, a ESMA pode praticar supervisão directa visando directamente os intervenientes de mercado e supervisão indirecta por via da actuação junto das autoridades competentes nacionais. O alcance da função de *watchdog* da ESMA relativamente às autoridades competentes nacionais é, numa certa perspectiva, “inversamente proporcional” às atribuições da ESMA em matéria de supervisão directa de determinado mercado. Ou dito de outra forma, quanto maior for o âmbito de acção da ESMA na supervisão de um mercado específico, menor será a sua interferência junto dos supervisores nacionais nessa matéria, por estes terem menos

(ou nenhuns) poderes nesse mercado. Os domínios da UCITS e das agências de *rating*, são exemplos de pólos opostos ilustrativos desta dicotomia. No sector dos fundos de investimento harmonizados, integralmente regulado a nível comunitário por directivas, a ESMA não poderá substituir-se a uma autoridade competente nacional quando esta não actue adequadamente caso um interveniente de mercado não cumpra as suas obrigações decorrentes do direito comunitário (porque as normas em causa não são directamente aplicáveis). Já no caso das agências de *rating* a interferência da ESMA é total por este domínio ser integralmente regulado por normas de efeito directo. Com a entrada em funcionamento da Autoridade e subsequente adopção de regulamentos comunitários relativos a normas técnicas, a situação alterar-se-á, naturalmente, passando a ESMA a poder agir mais amplamente também no domínio das UCITS e noutros até hoje ainda não regulados por regulamentos comunitários.

Supervisão exclusiva

A ESMA pode actuar como supervisor exclusivo ou único europeu nalguns domínios dos

49- Cf. Artigo 16 do Regulamento ESMA.

50- Normas de direito comunitário directamente aplicáveis referem-se a normas de direito comunitário que não carecem de actos de transposição para que sejam aplicáveis no território dos Estados-Membros, e sobrepõem-se às normas nacionais sobre a mesma matéria. Tipicamente as normas comunitárias directamente aplicáveis são as que constam de regulamentos comunitários. Estas normas têm também efeito directo. Ou seja, podem ser invocadas num tribunal da União Europeia, e não apenas nos tribunais nacionais dos Estados-Membros.

51- Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às agências de notação de risco.

52- Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, COM(2010)484 final de 15.9.2010 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:PT:PDF>.

53- Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho “*on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*”, COM (2010) 482, de 15.9.2010 final http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_pt.pdf.

54- Regulamento (CE) N.º 1287/2006 da Comissão de 10 de Agosto de 2006 que aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

55- Regulamento (CE) N.º 211/2007 da Comissão de 27 de Fevereiro de 2007 que altera o Regulamento (CE) N.º 809/2004 que estabelece normas de aplicação da Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à informação financeira contida nos prospectos quando o emitente tem um historial financeiro complexo ou assume um compromisso financeiro significativo.

valores mobiliários e mercados. Dispõe actualmente de poderes de supervisão exclusiva sobre agências de *rating* e deverá, provavelmente, vir a dispor do mesmo tipo de poderes relativamente a aspectos relacionados com as infra-estruturas de mercado.

Para desempenhar as suas funções de supervisão exclusiva das agências de *rating* a ESMA será dotada de poderes adequados de supervisão – incluindo a possibilidade de condução de investigações de carácter geral e de acções presenciais de supervisão – bem como do poder de aplicar medidas de supervisão/sanções,⁵⁶ de forma comparável à das autoridades de supervisão nacionais.⁵⁷ Dada a forma como está estruturado o sistema de actos jurídicos que dão corpo à arquitectura europeia de supervisão financeira, a concretização dos poderes atribuídos à ESMA faz-se por via dos actos e matérias referidos no Artigo 1 do Regulamento ESMA, ou seja, através do direito sectorial. É o que sucede relativamente às agências de *rating*, conforme previsto na nova redacção do Regulamento relativo às agências de notação de risco ou agências de *rating* (Regulamento (EU) N.º 1060/2009 de 16 de Setembro, de ora em diante Regulamento CRA, de *Credit Rating Agencies*), em vias de ser adoptado. Pela sua especificidade e interesse para a ilustração das competências da ESMA em matéria de poderes de supervisão directa e exclusiva de agentes de mercado, o tema será aprofundado no capítulo seguinte sobre os poderes sectoriais da ESMA.

Outra área relativamente à qual está em discussão a atribuição de poderes directos exclusivos de supervisão à ESMA é a área das chamadas infra-estruturas de mercado. As infra-estruturas referem-se às contrapartes centrais de compensação e liquidação de produtos derivados e aos repositórios de dados relativos à negociação desses derivados. A proposta da Comissão Europeia para regular esta matéria com alcance comunitário prevê que a ESMA tenha poder de supervisão exclusiva do mercado de repositórios de dados sobre derivados OTC (os chamados *trade repositories*), designadamente quanto ao registo e à vigilância da respectiva actividade.

Neste contexto a Autoridade não só tem poderes para adoptar decisões individuais vinculativas dirigidas a intervenientes de mercado no âmbito da sua regular actividade de supervisão das classes de intervenientes de mercado abrangidas, como é a única entidade a poder fazê-lo. Mesmo no caso em que ocorra uma delegação de tarefas de supervisão por parte da ESMA a uma ou mais autoridades competentes nacionais, a responsabilidade última final pelas decisões de supervisão permanece na esfera da ESMA.

Colégios de supervisão

No âmbito do funcionamento dos colégios de supervisão a Autoridade pode «*supervisionar, em conformidade com as atribuições e*

56- Em ingles: *investigation and enforcement powers*.

57- É possível argumentar que a ESMA não goza de poderes discricionários tal como estes estão concebidos nas autoridades competentes nacionais. O caso da supervisão das agências de *rating*, em que as medidas de supervisão/sanções estão tipificadas e exaustivamente descritas na lei, revela a ausência de poderes discricionários da ESMA.

*competências especificadas [no Regulamento ESMA], as funções desempenhadas pelas autoridades competentes».*⁵⁸ A existência de colégios de supervisores tem a sua razão de ser quando esteja em causa uma actividade transfronteiriça relevante por parte de um conjunto de entidades supervisionadas e tendo em conta o risco sistémico. Pretende-se com estes poderes criar as condições para que a Autoridade possa assegurar a coerência de funcionamento dos colégios de supervisores de forma transversal aos vários domínios do mercado de capitais. A ESMA assume uma dupla função de «facilitadora da supervisão conjunta» ou coordenadora, e ao mesmo tempo de supervisora «pura». Os meios ao dispor da ESMA para realizar supervisão no âmbito dos colégios são fundamentalmente os mecanismos de mediação vinculativa (cf. infra) e a possibilidade de tomar decisões directamente aplicáveis a um interveniente de mercado (cf. supra).

Estas normas terão no imediato aplicação concreta aos colégios de supervisão previstos nas directivas do sector bancário. Nos domínios comumente considerados como sendo ‘coutada’ dos supervisores de valores mobiliários e mercados, a intervenção da ESMA em colégios parece não estar ainda a ser contemplada.⁵⁹

O poder de supervisão através de colégios confunde-se com o próprio poder de coordenação que se analisa na secção seguinte.

3.1.3.3 Poder de Coordenação/ Mediação Vinculativa

Sendo um dos objectivos da autoridade a convergência da supervisão na União, a ESMA actua como promotora da cooperação intracomunitária e intersectorial e dispõe de poderes de coordenação para atingir o objectivo de aplicação uniforme do acervo comunitário em matéria de serviços financeiros.

Mediação em situações de supervisão transfronteiriça - diferendos entre autoridades nacionais sobre questões transfronteiriças

Uma das funções do CESR era a de mediação entre autoridades competentes nacionais em situações de desacordo na aplicação da legislação comunitária sobre serviços financeiros em contexto transfronteiriço.⁶⁰ Era porém reconhecido que este mecanismo de mediação, por não ser vinculativo, não era eficaz e que consequentemente o CESR não tinha capacidade de resolver diferendos entre autoridades competentes nestas situações. Com o Regulamento ESMA esta situação é radicalmente alterada porque o Regulamento confere à ESMA um poder de mediação vinculativa.⁶¹ Se mesmo após a fase de conciliação prevista no processo de resolução de diferendos as autoridades nacionais não cheguem a acordo em disputas relativas à supervisão de entidades com actuação transfronteiras, a ESMA pode actuar, seja por sua iniciativa, seja a pedido de uma autoridade

58- Cf. Artigo 21 do Regulamento ESMA.

59- Chegaram a formar-se no CESR colégios de supervisão das agências de *rating* cuja missão não chegou a concretizar-se por entretanto terem sido atribuídos à ESMA poderes exclusivos de supervisão neste domínio.

60- Cf. Artigo 4/1/a da Decisão 2009/77/CE da Comissão relativa ao CESR.

61- Cf. Artigo 19, Resolução de diferendos entre autoridades competentes em situações transfronteiriças.

competente de um Estado-Membro, no sentido de sanar o diferendo e garantir a aplicação uniforme do direito comunitário. O resultado prático do poder de mediação vinculativa consiste na faculdade de a ESMA aplicar uma decisão individual visando uma autoridade nacional. Caso aquela decisão não seja acatada existem duas situações possíveis: i) as normas objecto da disputa são directamente aplicáveis⁶² – a ESMA decide aplicar o conteúdo dessa decisão dirigindo uma decisão individual a um participante de mercado, sobrepondo-se deste modo à acção da autoridade competente nacional que se presume ter falhado o cumprimento das suas obrigações; ii) as normas objecto da disputa não são directamente aplicáveis – pode seguir-se a instauração de um processo de incumprimento por parte da Comissão Europeia dirigido ao Estado-Membro cuja autoridade nacional não acatou a decisão da autoridade. Esta última situação enquadra-se no mecanismo usual de garantir o cumprimento do direito comunitário por parte dos Estados-Membros da União, actuando a Comissão na sua função de guardiã dos tratados.⁶³

Os domínios em que vigora o mecanismo de resolução de diferendos entre autoridades nacionais competentes são fixados na legislação sectorial, pelo que numa primeira etapa do processo de criação do SESF a Directiva *Omnibus* identifica desde logo um conjunto desses domínios (e respectivos casos), ao qual acrescerão

certamente outros no futuro. Está prevista a possibilidade de mediação vinculativa quando seja exigível a cooperação e a coordenação ou a tomada de uma decisão conjunta por parte das autoridades competentes nacionais.

A coordenação através do poder de mediação é relevante, pois com a globalização dos mercados e a integração do mercado europeu os intervenientes de mercado operam crescentemente em base transfronteiriça. Por outro lado, o regime em vigor baseia-se no princípio da supervisão pelo estado de origem, ou seja, a supervisão das entidades com presença em vários Estados-Membros da União é realizada pela autoridade competente do Estado-Membro de origem⁶⁴ do interveniente, o que apresenta limitações. A recente crise financeira veio deixar patentes essas limitações, das quais um exemplo chave foi a ausência de mecanismos eficazes de articulação entre autoridades de supervisão que permitissem dar uma perspectiva alargada dos riscos à estabilidade do sistema financeiro e ao adequado funcionamento dos mercados, bem como as respectivas cadeias de transmissão dentro do sistema financeiro europeu. Embora a ESMA só possa dirigir decisões individuais aos intervenientes de mercado, em último recurso, em domínios específicos, julga-se que o poder da Autoridade para emitir decisões dirigidas às autoridades competentes nacionais em geral, funcionará como dissuasor da manutenção prolongada de diferendos entre autoridades

62- Normas nos domínios de agências de *rating*, derivados OTC e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais e repositórios de transacções), *short-selling* e um conjunto de disposições de nível dois da DMIF e da Directiva dos Prospectos, como já anteriormente referido.

63- Pode defender-se que permanece alguma incerteza relativamente ao real alcance do poder de mediação vinculativa da ESMA pois a ESMA não parece gozar de poderes discricionários tal como estes estão concebidos nas autoridades competentes nacionais. Esta diferença é reconhecida Considerando 32 do Regulamento ESMA sobre a mediação vinculativa, que refere que “*Nos casos em que a legislação aplicável da União atribua poderes discricionários às autoridades competentes dos Estados-Membros, as decisões adoptadas pela Autoridade não podem substituir o exercício desses poderes em conformidade com o direito da União.*”. A Directiva *Omnibus I* contém um considerando de igual teor relativamente à supervisão colegial de instituições financeiras (Cf. Considerando 20).

64- Estado de origem (ou autoridade competente do estado de origem) refere-se ao Estado-Membro em que está sediado o estabelecimento principal de um participante de mercado com presença em mais do que um Estado-Membro, por oposição a estado de acolhimento (ou autoridade competente do estado de acolhimento), que é aquele em que o participante de mercado opera através de filiais ou sem presença jurídica. No direito comunitário dos serviços financeiros prevalece o princípio da supervisão por parte da autoridade competente do estado de origem.

nacionais. Situações dessa natureza são indesejáveis pela incerteza que criam a nível comunitário e pela discriminação de tratamento entre intervenientes de diferentes Estados-Membros. Espera-se que o poder de mediação vinculativa da ESMA venha a ser benéfico para todas as autoridades, independentemente da sua qualidade de autoridade do estado de origem ou do estado de acolhimento, pois contribuirá para uma mais eficaz supervisão e cumprimento da legislação comunitária nos territórios nacionais e no território da União no seu todo. Os intervenientes de mercado e consumidores de serviços financeiros serão também certamente beneficiados na medida em que a convergência da supervisão contribui para a igualdade das condições concorrenciais de mercado na União.

A coordenação através do poder de mediação reveste também uma faceta intersectorial visto que as AES estão obrigadas a cooperar entre si.⁶⁵

3.1.3.4 Acção em Situação de Emergência

O poder de acção em situação de emergência é um dos mais importantes poderes da ESMA, embora se julgue que virá a ter uma expressão limitada pelo facto de o seu exercício estar dependente da verificação de situações extraordinárias. Pode em certo sentido ser encarado como um poder de coordenação ou de supervisão, mas dada a sua singularidade, optou-se por tratá-lo de forma autónoma dos restantes.

No âmbito das competências de supervisão da Autoridade, esta pode, em situações de emer-

gência, adoptar decisões individuais vinculativas dirigidas a uma autoridade competente nacional nos termos da legislação comunitária aplicável sobre serviços financeiros,⁶⁶ quer se trate de legislação directamente aplicável ou não.⁶⁷ Para que a ESMA possa agir visando directamente uma autoridade competente nacional é necessário que esteja verificado um conjunto de circunstâncias, restritivo, designadamente:

- Situação de emergência: existência declarada de uma situação de emergência declarada pelo Conselho da União Europeia;⁶⁸
- Necessidade de coordenação: verificação de «*circunstâncias excepcionais*» que exijam que seja dada resposta coordenada das autoridades nacionais.

A declaração de uma situação de emergência resulta de eventos extremos e/ou situações de risco bem identificadas e categorizadas como sendo de elevada importância. Surge na sequência de todo um processo jurídico-político em que intervêm ou podem intervir numerosos actores, designadamente o CERS e as próprias AES (cf. secção 4.1).

A necessidade ou não-necessidade de coordenação da acção dos Estados-Membros resultará da análise e avaliação de cada situação em concreto e das suas implicações no território da União, pressupondo implicitamente uma componente de juízo.

No entanto, reunidas as circunstâncias enunciadas, caso a Autoridade adopte decisões dirigidas às autoridades competentes nacionais, estas

65- Cf. Artigos 20 e 19 do Regulamento ESMA.

66- Referida no Artigo 1/2 do Regulamento ESMA e que corresponde aos domínios das competências sectoriais da ESMA.

67- Cf. Artigo 18 do Regulamento, Acção em situação de emergência.

68- Cf. Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

decisões sobrepedem-se a todas as anteriores sobre a mesma matéria. Se a matéria sobre a qual recaia a decisão dirigida às autoridades competentes releve de normas directamente aplicáveis, então a Autoridade poderá ainda emitir decisões visando directamente os sujeitos de mercado implicados. Verifica-se neste caso uma situação de exercício de poder semelhante à da supervisão directa da Autoridade quando esteja em causa a violação do direito comunitário sem adequada resposta por parte da autoridade competente relevante. Todavia, o exercício dos poderes em acção de emergência não pressupõe a violação (ou indício de violação) do direito comunitário.

A ideia subjacente à acção em situações de emergência é a de que é imperativa uma resposta conjunta e coordenada das autoridades competentes nacionais para fazer face a uma crise ou a uma ameaça significativa à estabilidade de parte ou da totalidade do sistema financeiro ou a uma ameaça ao bom funcionamento e à integridade dos mercados financeiros, principalmente em situações de alcance europeu ou transfronteiriço. É também no âmbito da acção de emergência que a Autoridade poderá proibir ou restringir temporariamente determinadas actividades financeiras que ameacem o funcionamento regular e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União (Cf. secção 3.1, parte relativa ao Comité para a Inovação Financeira). Esta possibilidade deverá estar prevista no direito sectorial, sendo o caso do Regulamento sobre *short-selling* um exemplo de um domínio legislativo em que tal poder se poderá vir a operar. Como se poderá imaginar este poder da ESMA é concebido para ser usado em circunstâncias excepcionais.

3.1.3.5 Outras Funções

Além dos poderes referidos, que numa certa perspectiva se confundem com as suas funções, a ESMA têm ainda outras funções, de menor alcance, das quais se destacam as seguintes:

Identificação de riscos e análise de mercado

No contexto da recente crise financeira, a importância da monitorização, mitigação e gestão do risco sistémico por parte dos supervisores dos mercados de valores mobiliários foi amplamente reconhecida na concepção da nova arquitectura de supervisão financeira europeia. Não se julgue, porém, que incumbe apenas aos supervisores do sector bancário, designadamente os bancos centrais, e ao CERS a tarefa de acompanhar de perto a evolução dos mercados e proceder à identificação dos riscos que possam comprometer a estabilidade financeira e o regular funcionamento do mercado interno. As AES também são responsáveis por essas tarefas. Relativamente à ESMA essa atribuição está patente no articulado do Regulamento de forma inequívoca: “*A Autoridade deverá realizar análises económicas dos mercados e do impacto da evolução potencial dos mercados.*” e deverá “*Assegurar que a tomada de riscos de investimento e outros seja adequadamente regulada e supervisionada*”.⁶⁹ Embora o CESR já desenvolvesse trabalho de análise económica dos mercados e respectiva identificação de riscos, em particular em articulação com o Comité 3L3 (comité composto pelos mais altos representantes dos três comités de nível três. i.e. CESR, CEBS e CEIOPS), a função equivalente da ESMA encontra agora uma moldura jurídica mais ajustada. Inclui-se ainda nas atribuições da ESMA a realização de análises económicas de impacto da regulamentação.⁷⁰

69- Cf. Artigo 1 (número 5/e e penúltimo parágrafo do número 1) e Artigo 8/1/f/g do Regulamento ESMA.

70- Cf. Artigo 10/1.

Competência internacional da ESMA

A ESMA poderá celebrar acordos internacionais de cooperação para troca de informação com autoridades de supervisão de países terceiros. São os chamados “*acordos de carácter administrativo com as autoridades de supervisão, organizações internacionais e órgãos administrativos de países terceiros*”⁷¹, que dão corpo ao objectivo da ESMA de reforçar a cooperação internacional no domínio da supervisão. A aplicação desta competência da ESMA será desde logo uma realidade no domínio da DMIF (por via da *Omnibus*) que prevê a celebração de acordos de intercâmbio de informações com autoridades competentes de países terceiros.

Peer pressure, convergência de supervisão

Está cometida à ESMA a condução de avaliações pelos pares das autoridades competentes, através dos chamados exercícios de *peer-review*. Trata-se de avaliações entre pares das autoridades competentes nacionais que se mantêm com a transição do CESR para a ESMA. Enquadram-se no objectivo da promoção da convergência de supervisão.⁷²

Centralização, gestão e divulgação pública de informação de âmbito europeu

No contexto das funções de coordenação da ESMA, é-lhe atribuída, por via da *Omnibus*, a responsabilidade de actuar como plataforma de compilação/centralização e difusão de informação relativa a intervenientes de mercado sujeitos a supervisão, ou informação referente a valores mobiliários. Inclui-se aqui, por exemplo, a manutenção e divulgação da lista de empresas

de investimento e a lista de mercados regulamentados autorizados e sistemas de negociação multilateral ao abrigo da DMIF e a lista de prospectos de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. A criação e manutenção do repositório central de dados sobre os *ratings* atribuídos pelas agências de *rating* é outro exemplo desta função da ESMA.

Poderes Sectoriais

No que respeita aos domínios do mercado de capitais nos quais se revelam os poderes da ESMA, estes estão taxativamente definidos no Artigo 1/2, do Regulamento ESMA por via dos instrumentos jurídicos nele indicados. São também fixados no Artigo 1/3 por referência a domínios concretos relativamente aos quais não são referidos instrumentos jurídicos por respeitarem a matérias ainda não reguladas pelo direito comunitário. O artigo refere ainda, acessoriamente, outras matérias que se relacionam com domínios fixados no Artigo 1/2.

Listam-se de seguida os domínios dos valores mobiliários e mercados que constam do referido Artigo 1/2 da ESMA através da menção dos instrumentos jurídicos respectivos:

- Sistemas de indemnização dos investidores (Directiva 1997/9/CE);
- Carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários (Directiva 1998/26/CE);
- Acordos de garantia financeira (Directiva 2002/47/CE);
- Abuso de mercado (Directiva 2003/6/CE);

71- Cf. Artigo 33 do Regulamento ESMA.

72- Cf. Artigo 8/1/e e Artigo 30 do Regulamento ESMA. Estes exercícios eram conduzidos no CESR pelo *Review Panel*, Grupo de Trabalho que foi presidido pela CMVM, por inerência de funções associada à Vice-Presidência do CESR por parte da CMVM, até à criação formal da ESMA. Informação disponível em: <http://www.esma.europa.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=23>.

- Prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação (Directiva 2003/71/CE que altera a Directiva 2001/34/CE), ou simplesmente Prospectos;
- DMIF - Mercados de instrumentos financeiros (Directiva 2004/39/CE);
- Transparência dos emitentes com valores mobiliários admitidos à cotação em mercado (Directiva 2004/109/CE);
- Requisitos de capital (adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito Directiva) (Directivas 2006/49/CE);
- Fundos de Investimento - Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários (OICVM/UCITS) (Directiva 2009/65/CE);
- Agências de notação de risco / agências de *rating* (Regulamento (EU) N.º 1060/2009);
- Fundos de Investimento Alternativos (Futura Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA)).

O número 2 do Artigo 1 refere ainda domínios que, em segundo linha, se possam relacionar com a supervisão dos valores mobiliários e mercados, fazendo referência aos seguintes actos jurídicos:

- Conglomerados financeiros (Directiva 2002/87/CE);
- Branqueamento de Capitais (Directiva 2005/60/CE relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo);
- Comercialização à distância de serviços financeiros prestados a consumidores (Directiva 2002/65/CE).

A intervenção sectorial da ESMA não se esgota todavia na enunciação dos actos anteriormente referidos. O número 3 do Artigo 1 do Regulamento ESMA refere que “*A Autoridade age também no domínio das actividades dos intervenientes nos mercados financeiros relativamente às matérias não abrangidas directamente pelos actos referidos no n.º 2*”. Neste grupo de “domínios acessórios” incluem-se as seguintes matérias: governo das sociedades, auditoria e informação financeira.

Finalmente o mesmo número estipula que “*A Autoridade intervém ainda de forma adequada no contexto das ofertas de aquisição e das questões relativas aos sistemas de liquidação e compensação e produtos derivados.*” Relativamente aos sistemas de liquidação e compensação e produtos derivados, está a ser actualmente negociada legislação nas instituições europeias sobre esta matéria: trata-se da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, já referida na secção 3.1.1. Será no texto dessa mesma legislação que serão definidas as respectivas competências sectoriais da ESMA.

O tema da supervisão dos derivados OTC, das contrapartes centrais e dos repositórios de transacções é, aliás, um dos mais polémicos da actual discussão política e regulatória comunitária, havendo quem defenda que a ESMA deva ter atribuições de supervisão reforçadas nestes domínios (a área do *post-trading*, no jargão do CESR). Nesta fase da discussão é ainda prematuro explicitar aqui quais serão as competências da ESMA neste domínio. A compreensão e vigilância da actuação das contrapartes centrais (ou sistemas de compensação e liquidação de instrumentos financeiros) bem como a

transparência dos mercados de derivados OTC afiguram-se como sendo decisivas para a monitorização, a identificação e a prevenção do risco sistémico. Dada a acentuada globalização destas infra-estruturas de mercado – designadamente das contrapartes centrais – bem como dos mercados de derivados OTC, parece razoável esperar que a ESMA, com os seus poderes de regulamentação, coordenação e capacidade internacional venha a ter responsabilidades com alguma importância na supervisão deste mercado. A proposta regulatória em negociação nas instâncias europeias não prevê que a ESMA tenha poderes exclusivos de supervisão das contrapartes centrais, alegadamente pelo impacto orçamental que a supervisão das mesmas pode ter num Estado-Membro. Neste sentido o desenho final ficou aquém do possível na perspectiva daqueles que advogavam um mais forte papel da ESMA na supervisão destas entidades. A ESMA poderá ser, em princípio, a entidade junto da qual se processa o registo e supervisão dos repositórios de transacções de derivados OTC.

Relativamente à supervisão do sector das agências de *rating* há que notar que neste domínio a ESMA disporá de poderes bastante reforçados face aos dos restantes domínios, designadamente de poderes exclusivos de supervisão directa, o que compreende a possibilidade de realizar acções de supervisão directa (e.g. acções de supervisão presencial), a possibilidade de aplicar multas e cobrar taxas de supervisão, etc. Os termos em que essa supervisão ocorrerá serão estipulados no regulamento comunitário que altera o Regulamento CRA de Setembro de 2009, em fase de finalização nas instituições europeias. Pela sua especificidade e pioneirismo, o modelo de supervisão europeia das agências de *rating* é analisado em pormenor na secção 3.3.

Directiva versus regulamento

O direito comunitário dos serviços financeiros é fundamentalmente composto por directivas, e só excepcionalmente por regulamentos. Porém esta realidade está a ser substancialmente alterada nos tempos recentes, principalmente em consequência da crise financeira internacional de 2007/2008.

O rol de directivas comunitárias acima enunciado, indicativo dos poderes sectoriais da ESMA, é incomparavelmente superior ao rol de regulamentos comunitários. Todavia, no passado recente, a legislação comunitária de serviços financeiros adoptada e em vias de o ser, parece ilustrar uma vontade política de inversão de modelo. Exemplos recentes desta mudança de modelo são o Regulamento relativo às agências de *rating*, o regulamento sobre derivados OTC e infra-estruturas de mercado e o Regulamento sobre *short-selling*. Ao contrário de regulamentos comunitários pré-existent, estes novos regulamentos não regulam matérias de “execução” de directivas, regulam questões de princípio dos mercados financeiros que envolvem opções políticas de fundo e não apenas medidas de implementação dos referidos princípios. Este desenvolvimento político-regulatório comunitário apresenta algumas vantagens muito concretas que são susceptíveis de tornar a regulação e supervisão dos mercados financeiros mais eficaz e eficiente, a saber:

- i) O processo de regulação é normalmente mais célere porque o regulamento comunitário, por ser directamente aplicável, não precisa de ser transposto para os ordenamentos jurídicos nacionais, processo esse que pode chegar a demorar dois anos ou mais;
- ii) Contrariamente às directivas, os regulamentos não contemplam a possibilidade

de tomada de opções diversas pelos Estados-Membros quanto aos meios escolhidos para atingir certos fins de política regulatória. Este factor leva, à partida, a uma aplicação mais uniforme do direito comunitário promovendo a convergência da supervisão europeia, agilizando o funcionamento do mercado interno dos serviços financeiros e favorecendo a não-discriminação de tratamento dos investidores e participantes de mercado do espaço da União;

- iii) É susceptível de gerar poupança de recursos de supervisão à escala da União pois reduz a necessidade de esforço de convergência regulatória e de supervisão intracomunitária, designadamente no que respeita a exercícios de *peer-review*, que consomem recursos às autoridades competentes nacionais e à ESMA e se revelam exercícios morosos e politicamente sensíveis; e,
- iv) São um instrumento adequado à regulação de um sector que se caracteriza por um elevado grau de globalização e padronização (e.g. de sistemas de informação, de negociação, de gestão), e que, conseqüentemente requer abordagens regulatórias tão consistentes quanto possível a nível da União, evitando “compartimentação” nacional e reduzindo o risco de possibilidade de arbitragem regulatória e de supervisão por parte dos Estados-Membros e dos intervenientes de mercado.

3.1.4 Independência da ESMA

Enquanto o CESR era um fórum de reguladores cuja missão era prestar apoio técnico e “consultoria” à Comissão Europeia, a ESMA é uma agência da União Europeia com personali-

dade jurídica gozando da mais ampla capacidade jurídica no país em que tem estabelecida a sua sede e com o estatuto de independência. Uma das mais marcantes diferenças entre o CESR e a ESMA é o estatuto de independência da ESMA. Enquanto o CESR era um fórum em que estavam representados os interesses das entidades de supervisão dos Estados-Membros, a ESMA, embora tenha nos seus órgãos representantes dos supervisores dos Estados-Membros, estes, nas suas funções estão obrigados a agir com independência e a defenderem exclusivamente o interesse da União. O interesse da União no seu conjunto não se confunde com a soma dos interesses dos Estados-Membros que a compõem (de vários ou da totalidade). A Autoridade deverá defender valores públicos, em particular a integridade e a estabilidade do sistema financeiro, a transparência dos mercados e dos produtos financeiros e a protecção dos investidores. Há uma mudança de paradigma que se julga vir a ser um dos desafios mais difíceis de ultrapassar na nova arquitectura de supervisão financeira europeia e que é válido tanto para a ESMA como para as outras autoridades de supervisão do SESF. Esta nova abordagem implica uma nova atitude mental que certamente encontrará resistência.

3.2 Directiva *Omnibus* I

Como já referido na secção 2, um dos actos jurídicos instrumentais à implementação da nova arquitectura de supervisão europeia é a Directiva *Omnibus* (referimo-nos à *Directiva Omnibus I*). Esta directiva foi concebida para alterar o direito sectorial dos serviços financeiros em vigor.

A implementação da nova arquitectura de supervisão europeia dependerá ainda da adopção de outros instrumentos jurídicos comunitários

que regulam outras matérias do direito comunitário do sector financeiro. Entre os outros instrumentos jurídicos inclui-se, designadamente, a segunda Directiva *Omnibus*, a *Omnibus II*, cuja proposta foi apresentada pela Comissão Europeia em Janeiro de 2011⁷³ e se encontra já a ser negociada nas instituições comunitárias, bem como outros instrumentos jurídicos que regulam ou regularão matérias que não possam ser objecto de regulação através de directiva, como sejam regulamentos comunitários, e ainda a legislação cuja preparação, negociação ou adopção está em curso ou prevista para breve.

Tal como o nome indica, a Directiva *Omnibus* tem o objectivo de tratar vários e diversificados assuntos num só documento. O objecto da *Omnibus* é promover as alterações jurídicas a cada peça legislativa comunitária específica sobre direito do sector financeiro, para adaptá-la à nova realidade das AES, alinhando-a com as novas atribuições e poderes das AES e com a nova arquitectura do sistema em geral.

A *Omnibus* modifica onze directivas comunitárias, não apenas relativas aos domínios considerados prevalentemente como sendo objecto de supervisão por parte dos supervisores de valores mobiliários e mercados, mas também directivas relativas as áreas do sector financeiro que relevam da competência das outras autoridades europeias de supervisão - a EIOPA e a EBA. Destacam-se em particular, pela sua relevância, a Directiva 2003/41/CE relativa aos planos de pensões profissionais e a Directiva 2006/49/CE relativa à adequação de fundos próprios das instituições financeiras. Esta última sofre modificações que dizem respeito à ESMA, mas a parte mais substancial das modificações à

Directiva diz respeito às questões relacionadas com a EBA.

Embora numerosas, as directivas comunitárias referidas na *Omnibus* não esgotam o universo de directivas comunitárias sectoriais que serão objecto de alterações com a entrada em funcionamento do novo modelo de supervisão financeira europeia.

A *Omnibus I* apenas se propõe alterar parte do referido direito sectorial. A *Omnibus II* abrange matérias não abrangidas pela primeira Directiva *Omnibus I*, designadamente as matérias que se relacionam com a Directiva “Solvência II”, do sector segurador e, novamente, matérias do âmbito da Directiva dos Prospectos.

Das directivas modificadas pela *Omnibus I*, serão especialmente afectadas pela entrada em vigor da ESMA a Directiva UCITS, a DMIF, a Directiva do Abuso de Mercado, a Directiva dos Prospectos, e a Directiva da Transparência.

Finalmente nota-se que a implementação da nova arquitectura de supervisão europeia, em particular o funcionamento da ESMA, vai depender também da entrada em vigor de outras directivas e regulamentos comunitários do mercado de capitais, a saber: i) a Directiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA);⁷⁴ ii) o Regulamento sobre derivados OTC e infra-estruturas de mercado (contrapartes centrais de compensação e liquidação e repositórios de transacções de produtos derivados); iii) o Regulamento comunitário sobre *short-selling* e alguns aspectos do mercado de CDS; e, iv) o Regulamento 2009/60/EC relativo às agências de notação de risco (vulgo, agências de *rating*).

73- Proposta de Directiva do Parlamento e do Conselho que altera as Directivas 2003/71/CE e 2009/138/CE no que respeita às competências da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, COM(2011)8final, 19.1.2011, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm.

74- Também designada informalmente Directiva AIFM, a partir do seu título em inglês: *Alternative Investment Fund Managers*.

Resta ainda um longo caminho a percorrer para completar o processo de operacionalização da nova arquitectura de supervisão, que vai para além da mera entrada em vigor dos diplomas que instituem as novas entidades a criar e da Directiva *Omnibus I*.

3.3 Regulamento Comunitário das Agências de *Rating*

Não sendo escopo deste trabalho analisar a totalidade das alterações promovidas ao direito sectorial associado à criação da ESMA, foi, não obstante, dada uma breve panorâmica dos principais poderes da ESMA para o direito comunitário dos valores mobiliários e dos mercados e supervisão daqueles.

Propõe-se agora analisar a importância dos poderes da ESMA num domínio muito especial: o das agências de notação de risco de crédito, ou agências *rating*. Fundado em razões políticas e na estrutura do mercado internacional dos *ratings*, o tratamento político-regulatório dado às agências de *rating* diferiu marcadamente da abordagem seguida nos restantes domínios do sector dos valores mobiliários e mercados, e do sector financeiro no seu todo. A intervenção da ESMA na supervisão das agências de *rating* é consideravelmente superior à intervenção da ESMA na supervisão de outros domínios.

As motivações de ordem política que justificam este tratamento podem ser encontradas no papel atribuído ao inadequado comportamento das agências de *rating* na génese e desenvolvimento da crise financeira de 2007/2008, assumido no conteúdo do relatório de *Larosière*. A vontade

política dos Estados-Membros da União Europeia, especialmente daqueles com representação em fóruns internacionais, de apresentar respostas atempadas para colmatar a ausência de regulação e supervisão desta classe de intervenientes de mercado, foi também um factor importante na génese e desenvolvimento deste processo.

Quanto às razões que relevam da estrutura do mercado dos *ratings*, pesaram na opção política seguida, o facto de o mercado internacional dos *ratings* ser dominado por apenas três empresas de índole global, de origem não europeia ou muito influenciadas pelo contexto de um mercado não europeu. As três empresas em causa são a *Moody's*, a *Standard&Poor's* e a *Fitchratings*, que operam *grosso modo* numa estrutura concorrencial de mercado de tipo oligopolístico,⁷⁵ cuja actuação no mercado foi, até à data, fortemente determinada pelo tipo de regulação aplicável a estas entidades existente nos Estados Unidos da América, e pela forma como essa regulação era implementada pela autoridade de supervisão competente. Apesar de as empresas em causa terem uma forte presença na Europa, a esmagadora maioria dos Estados-Membros da União Europeia, da qual se exclui Portugal, não tinha de pé regulação sobre registo e/ou supervisão de agências de *rating*, sendo por isso um terreno de acção relativamente fácil de desbravar numa óptica comunitária, dada a escassez de “material regulatório” a harmonizar. Embora existam dezenas de agências de *rating* de pequena dimensão na Europa, estas operam localmente, e os seus serviços pouca ou quase nenhuma relevância têm em termos de mercado global e de risco sistémico.

75- Segundo um artigo da revista *The Economist* de 31.5.2007, que não cita a fonte, estas três empresas em conjunto representavam 95% da quota de mercado global dos *ratings*, “*Credit rating could do with more competition, and a bit more rigour*”.

Antes de encetar a análise do caso específico da supervisão das agências de *rating*, salienta-se que o Regulamento CRA publicado em 16 de Setembro de 2009 está a ser objecto de uma revisão iniciada com a proposta de regulamento apresentada publicamente pela Comissão Europeia em Junho de 2010, precisamente para acomodar as atribuições da ESMA na supervisão das agências de *rating*. Embora a negociação da proposta para o novo regulamento nas instituições comunitárias se encontre em fase avançada, o regulamento não foi ainda adoptado em definitivo, e consequentemente publicado no JOUE. Deste modo, a análise apresentada neste documento reporta-se à versão da proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (EU) N.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco, na versão de compromisso alcançado entre o Conselho e o Parlamento Europeu datada de 21 de Dezembro de 2010, aqui referida como a proposta de revisão do Regulamento CRA.⁷⁶ Fica assim ressalvado que o conteúdo do regulamento, embora muito provavelmente seja já o final, poderá ainda assim ser sujeito a alterações ocasionadas pelo processo de revisão linguística comunitária.

Segundo esta versão da proposta de regulamento, a ESMA tem poderes exclusivos de supervisão das agências de *rating*. Trata-se de poderes de registo e supervisão contínua das agências de *rating*, equiparáveis aos poderes de que dispõem normalmente as autoridades de supervisão nacionais. Os poderes de supervisão da ESMA

sobre as entidades supervisionadas são vastos, pelo que se indicam aqui apenas os considerados mais relevantes. Compreendem:

- Concessão do registo e correspondente autorização para exercício da actividade;
- Exercício da supervisão contínua das entidades, pressupondo competências gerais de supervisão e inspecção, incluindo:
 - ◊ a condução de investigações de carácter geral;⁷⁷
 - ◊ as acções de supervisão presencial;⁷⁸
 - ◊ a realização de inquéritos e entrevistas, pedidos de informação e esclarecimentos escritos e orais, acesso a registos telefónicos e de tráfego de dados e obtenção de cópias de documentos;⁷⁹
- Aplicação de medidas de supervisão:⁸⁰
 - ◊ o cancelamento definitivo do registo;
 - ◊ a proibição temporária de emitir *ratings* com efeito em toda a União;
 - ◊ a suspensão temporária da utilização dos *ratings* para fins regulatórios com efeito em toda a União;
 - ◊ a exigência de pôr termo à infracção;
 - ◊ a emissão de comunicados públicos;
- Aplicação de multas;⁸¹
- Recolha de informação estatística sobre a actividade das entidades supervisionadas para alimentação de uma base de dados europeia centralizada cujo objectivo é o de aumentar a transparência do mercado para os investidores e controlar a *performance* relativa das agências de *rating*;⁸²
- Cobrança de taxas de registo e de

76- Cf. referência completa do documento em anexo.

77- Cf. Artigo 23-B do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

78- Cf. Artigo 23-C do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10

79- Cf. Artigo 23-B/1 alíneas a) e e) do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

80- Cf. Artigo 23-D/5 e Artigo 24 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

81- Cf. Artigo 23-D/5 e Artigo 36-A do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

82- Cf. Artigo 11 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

supervisão às entidades supervisionadas, que revertem directamente a favor do orçamento da Autoridade;⁸³

- No plano regulatório, elaboração de projectos de normas técnicas e de *guidelines*.

Além das medidas de supervisão acima referidas, o mecanismo que procura assegurar o cumprimento do Regulamento CRA inclui um conjunto de sanções aplicável às infracções ao Regulamento. E, tal como previsto no mesmo, baseia-se nos seguintes elementos:

- Identificação de mais de sete dezenas de situações que consubstanciam infracções ao Regulamento, agrupadas de acordo com os seguintes tipos: conflito de interesses e requisitos operacionais e organizativos, obstáculos às actividades de supervisão e obstáculos à divulgação de informação;⁸⁴
- Lista de multas aplicáveis consoante a gravidade da infracção em causa variando entre os valores base de €10.000 e €750.000;⁸⁵
- Lista de coeficientes de agravamento ou desagravamento das penalidades segundo um conjunto de factores agravadores ou mitigadores, respectivamente (agravamento máximo correspondente a um factor de 2,2 por infracção individual e factor mitigador máximo correspondente a um factor de 0,4 por infracção individual).⁸⁶

A existência de um regime sancionatório praticamente único aplicável em idênticos moldes em todos os Estados-Membros da União é uma novidade do futuro Regulamento CRA, de acordo com a revisão acordada. Este tema foi objecto de um debate intenso nas instâncias comunitárias por ocasião da negociação da revisão do regulamento, e mesmo no CESR por ocasião da discussão da oportunidade da emissão de *guidelines* de convergência de práticas nacionais relativas à aplicação dos regimes sancionatórios nacionais (no respeitante às agências de *rating*). Esta característica do futuro sistema de supervisão europeu das agências de *rating* representa a tal ponto uma ruptura com o direito comunitário dos serviços financeiros existente, que os seus opositores exigiram que a proposta de revisão do Regulamento CRA incluísse um considerando no sentido de impedir que um tal regime pudesse constituir um precedente para a imposição de sanções pecuniárias ou de outra ordem aos participantes de mercado de outras actividades do sector financeiro.⁸⁷

O papel das autoridades competentes nacionais na supervisão das agências de rating

Embora a ESMA detenha poderes exclusivos de regulação e supervisão das agências de *rating* conferidos pelo Regulamento CRA, como visto anteriormente, as autoridades de supervisão nacionais não estão totalmente arredadas da supervisão daquelas entidades. A ESMA opera

83- Cf. Artigo 19 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

84- Cf. Anexo III do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

85- Cf. Artigo 36-A/2 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

86- Cf. Anexo IV do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

87- Cf. Considerando 15e do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

em cooperação com as autoridades competentes nacionais, podendo estas ter um papel activo no processo de supervisão contínua e na identificação de infracções ao Regulamento.

Quanto à detecção de infracções, as autoridades competentes nacionais têm o dever de sinalizar à ESMA situações que se verifiquem num qualquer Estado-Membro da União, que considerem ser susceptíveis de constituir uma violação ao Regulamento CRA. Nesse caso, a mesma autoridade nacional poderá sugerir à ESMA que faça uso dos seus poderes de supervisão (designadamente requerer informações às entidades supervisionadas e outras com estas relacionadas, conduzir investigações, realizar acções de supervisão presencial), embora caiba à ESMA a última palavra sobre a(s) decisão(ões) a tomar nestas circunstâncias.⁸⁸ A mesma autoridade nacional poderá ainda solicitar à ESMA que aplique a medida de supervisão que consiste na suspensão da utilização de *ratings* para fins regulatórios da agência em causa.

As autoridades nacionais podem ainda participar na supervisão das agências de *rating* caso a ESMA decida delegar-lhes tarefas específicas de supervisão. Podem ser objecto de delegação o requerimento de informações às entidades supervisionadas e outras com estas relacionadas, a condução de investigações e a realização de acções de supervisão presencial.⁸⁹ Salienta-se que a delegação de tarefas não prejudica a responsabilidade legal da ESMA e ocorre mediante uma compensação financeira a atribuir

pela ESMA à autoridade nacional para cobrir os custos por esta incorridos. O Regulamento ESMA é omissivo quanto às condições em que a delegação de tarefas de supervisão deva ocorrer, mencionando simplesmente que esta pode ocorrer “*quando necessário para a adequada supervisão por parte da ESMA*”. Está prevista a emissão de *guidelines* da ESMA sobre a matéria,⁹⁰ mas parece razoável supor que, para lá de considerações de natureza política, a delegação ocorrerá se a autoridade nacional tiver valor a acrescentar à supervisão a desenvolver pela ESMA, designadamente por razões que se prendam com a residência/presença geográfica das entidades supervisionadas ou de entidades com aquelas relacionadas. Tome-se um exemplo. Se a ESMA detectar um possível incumprimento do Regulamento CRA na análise da forma como foi atribuído um *rating* relativo a um emitente sediado em Portugal, parece lógico assumir que a ESMA solicitará à CMVM a sua colaboração para interagir com o emitente em causa, designadamente se o contacto presencial for oportuno.

Antes de a ESMA ter sido criada, e consequentemente equipada com os poderes exclusivos de registo e supervisão contínua das agências de *rating*, coube ao CESR, mais precisamente ao *CESR Credit Rating Agencies Expert Group* e, mais tarde, ao *CESR Credit Rating Agency Standing Committee*,⁹¹ assegurar, interinamente, todos os trabalhos preparativos tendentes à implementação do Regulamento CRA. Este trabalho incluiu designadamente a coordenação

88- Cf. Artigo 31/1 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

89- Cf. Artigo 30/1 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

90- Cf. Artigo 21/2 do Regulamento CRA conforme proposta de revisão COM-CONS-PE de 21.12.10.

91- Informação disponível em: <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=43>.

entre autoridades competentes e a emissão de *standards* técnicos sobre variadíssimas matérias, sendo de referir os procedimentos e documentação a apresentar no acto do registo, a aplicação das medidas de supervisão, a implementação do regime de países terceiros e a criação do projecto relativo à implementação do repositório central de dados estatísticos sobre a *performance* das agências de *rating*.

A concessão de poderes exclusivos de supervisão por parte da ESMA relativamente às agências de *rating* foi e continua a ser um verdadeiro “cavalo de batalha” dos defensores de um perímetro de supervisão tão vasto quanto possível e de uma supervisão tão centralizada a nível europeu quanto possível.⁹²

A supervisão integrada das agências de *rating* assume uma importância particular para os países em que estas empresas operam comercializando os seus serviços mas que aí não estabelecem qualquer presença jurídica, como é o caso da generalidade dos países da UE com mercados de menor dimensão relativa.

Quanto à importância no sistema de regulação, um exemplo do papel que as agências de *rating*, em especial as três agências globais, assumem no sistema de regulação (europeia e internacional) do sector financeiro refere-se ao sector bancário. O exercício da actividade das instituições de crédito está parcialmente alicerçada nos *ratings* pois estes influenciam o cálculo dos indicadores de solvabilidade das instituições bancárias. Os *ratings* são utilizados para atribuir ponderações de risco aos activos detidos pelos bancos, em especial créditos, sobre os quais incide o cálculo do montante de fundos próprios obrigatórios.

No caso português, por exemplo, as três agências de *rating* globais operam no mercado de valores mobiliários nacional emitindo *ratings* sobre os instrumentos de dívida de importantes empresas portuguesas e da República Portuguesa, sem que nenhuma delas opere directamente em Portugal de forma a poder ser incluída no perímetro dos agentes objecto de supervisão directa por parte da CMVM enquanto autoridade competente de origem. Porém, a influência destas agências exerce-se no mercado nacional, na medida em que os seus *ratings* são contratados por emitentes nacionais, e os *ratings* desempenham um papel económico e regulamentar bastante relevante. Os exemplos mais óbvios do papel económico *ratings* das três agências globais referem-se aos custos de financiamento das entidades notadas e à informação sobre o perfil de risco dos emitentes transmitida ao mercado (os *ratings* dos principais emitentes são geralmente de domínio público).

4. OUTROS ELEMENTOS DO SISTEMA SELECCIONADOS

A integração da supervisão do sistema financeiro a nível europeu é uma nova etapa do aperfeiçoamento do mercado interno da União, e do processo de integração europeia em geral. Nesse sentido, a criação do SESF deve ser encarada como um marco histórico, pois verifica-se integração numa área da sociedade em que a mesma era muito incipiente ou mesmo, praticamente inexistente. Seguidamente são identificados dois elementos da arquitectura de supervisão concebida, que se destacam pela sua singularidade no processo de integração comunitária, com especial relevância em termos económicos.

92- Apesar das competências da ESMA na supervisão das agências de *rating* serem significativas, salienta-se que relativamente à utilização dos *ratings* por parte das instituições, existem competências que permanecem na esfera dos Estados-Membros.

4.1 Conceito de Risco Sistémico

Não existia nas propostas legislativas da Comissão qualquer definição ou conjunto de critérios que permitissem transmitir e aplicar a noção de risco sistémico. Porém, dada a sua importância basilar na génese no processo de reforma institucional e legislativa da supervisão financeira europeia, esta noção foi incluída nos textos legislativos finais, em particular no regulamento que cria o CERS.

Inspirado no trabalho anterior do *Financial Stability Board*, o risco sistémico é definido como “*um risco de perturbação do sistema financeiro susceptível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de intermediários, mercados e infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico*” (Artigo 2/c do Regulamento CERS).

Embora não totalmente fechada – atente-se as expressões “*em determinada medida*” e “*potencialmente importantes*” – a definição de risco sistémico guia os sujeitos da aplicação da legislação, reservando porém espaço para a um certo grau de juízo, permitindo a necessária flexibilidade na análise dos desenvolvimentos de mercado e económicos em geral.

Era importante proceder a esta clarificação pois a identificação de riscos sistémicos é determinante na definição das novas funções dos supervisores de mercados. A definição é também determinante na ponderação da necessidade de adoptar uma decisão dirigida às AES pela qual se declare a existência de uma situação de emergência e, conseqüentemente, essencial

também para determinar a extensão da actuação da ESMA e activação dos seus poderes de coordenação vinculativa e supervisão directa e indirecta.

4.2 Declaração de Situação de Emergência

O regulamento ESMA prevê que seja o Conselho, em concertação com a Comissão e com o CERS, e se justificado com as AES, a declarar a existência de uma situação de emergência dirigida à Autoridade.⁹³

Embora não estejam tipificadas na lei as situações passíveis de serem consideradas situações de emergência, a lei prevê critérios cuja verificação é susceptível de conduzir à identificação de tais situações. Entende-se que são aquelas das quais resulte uma ameaça à estabilidade do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos ou ao bom funcionamento e à integridade do sistema financeiro. Nesse sentido, entre as competências e atribuições da ESMA foi incluída a de “*cooperar estreitamente com o CERS, fornecendo-lhe nomeadamente a informação necessária para o exercício das suas atribuições e garantindo um seguimento adequado dos seus alertas e recomendações*”. Os alertas do CERS resultam da identificação e categorização de riscos sistémicos. Esses alertas podem ser tão significativos que sejam susceptíveis de despoletar a declaração de uma situação de emergência.⁹⁴ Existem três origens das quais pode emanar o pedido de declaração de situação de emergência: as AES, o CERS e a Comissão. Esta questão foi um dos pontos espinhosos da discussão negocial que precedeu a adopção da legislação relativa à supervisão financeira. Em redacções intercalares do processo de negociação também o Conselho podia iniciar o

93- Cf. Artigo 18 do Regulamento ESMA.

94- Cf. Artigo 3/2/e do Regulamento CERS e Artigo 18/2 do Regulamento ESMA.

processo tendente à declaração de situação de emergência. Porém essa opção acabou por não virar, ficando o direito de iniciativa reservado aos sujeitos referidos. De opinião diferente, o Parlamento Europeu julgava ser o CERS a entidade mais apta ao exercício do referido direito.

Por último, nota-se que apenas o Conselho tem o direito de declarar a cessação de uma declaração de emergência. Tal sucede na sequência de uma análise regular da situação de mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

– UMA PERSPECTIVA NACIONAL

- Para países com mercados de pequena escala, como é o nacional, a integração da supervisão europeia apresenta-se *a priori* como potencialmente vantajosa. Isto sucede porque o mercado nacional é fortemente influenciado por agentes de mercados que não têm qualquer presença física no territórios de vários Estados-Membros, e menos ainda presença jurídica. O exemplo dado do mercado das agências de *rating* ilustra essa situação.

Os supervisores nacionais de países com mercados de menor escala nem sempre têm poderes de supervisão eficazes sobre entidades não-residentes pois, no direito comunitário prevalece o princípio da supervisão por parte da autoridade competente de origem em detrimento da autoridade competente de acolhimento. Os limitados poderes ao alcance das entidades de supervisão nacionais assentam em mecanismos de coordenação e cooperação entre autoridades da UE fixados pelo direito comunitário ou por protocolos bilaterais, tais como os celebrados sob a égide da IOSCO. Este quadro limita a possibilidade de as autoridades de acolhimento efectuarem supervisões mais eficazes na sua própria jurisdição. Com a criação do SESF estas limitações serão certamente menos sentidas.

No que respeita a agentes de mercado transfronteiriços, Portugal é tipicamente um país de acolhimento e não um país de origem, dada a estrutura de mercado do sector financeiro português. Os mecanismos de supervisão conjunta europeia existentes têm revelado ser soluções sub-óptimas, especialmente no contexto crise financeira recente. O reforço da integração europeia na área da regulação e da supervisão do mercado de capitais, e de todo o sector financeiro em geral (incluindo a banca e os seguros e fundos de pensões), é susceptível de beneficiar todos, mas acautela melhor os interesses dos países com mercados de menor dimensão pois as novas regras estabelecem perímetros de supervisão objectivamente identificados e prevêm a participação de todos os Estados-Membros nos processos de regulação e supervisão conjuntos com base em mecanismos de decisão pré-fixados. As vantagens de um sistema mais integrado, para os “pequenos”, decorrem da estrutura do mercado que tem prevalecido na Europa, muito concentrada em *hubs* financeiros localizados em grandes capitais – especialmente Londres –, a partir dos quais os agentes de mercado aí instalados, gerem e realizam as suas operações sobre todo o território da União.

- A criação da ESMA e a criação da nova arquitectura europeia de supervisão em geral é uma oportunidade para a supervisão nacional cujo potencial, certamente equacionado por ocasião do próprio processo negocial tendente à adopção do pacote legislativo comunitário relevante, deve ser explorado. Para que a oportunidade criada se torne efectivamente vantajosa para a defesa da integridade e do eficaz e eficiente funcionamento do mercado português e europeu, é desejável que sejam mobilizados os recursos humanos e financeiros adequados para assegurar uma participação eficaz e continuada de cidadãos nacionais (ou aculturados nacionalmente) nas actividades da ESMA e das restantes entidades do SESF.

REFERÊNCIAS

COMISSÃO EUROPEIA

Relatório *Larosière: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière - report*, 25 Fevereiro 2009 (não disponível em língua portuguesa); http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

Comunicação da Comissão Supervisão financeira europeia COM(2009)252 final de 27 Maio 2010 disponível em:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/373&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>

CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA E CONSELHO EUROPEU

Conclusões do Conselho Europeu de 17 Junho 2010, § I. Uma nova estratégia europeia para o emprego e o crescimento, secção ‘Regulamentação dos serviços financeiros’, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/pt/ec/115353.pdf

Conclusões do Conselho ECOFIN de 13 Julho 2010 *Financial supervision: the Council sets out its position with a view to continuing negotiations with the Parliament, 12090/10, PRESSE 205*, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/115787.pdf

Relatório da Presidência para o Conselho: Reforma da Supervisão Financeira, 11669/10 de 12 Julho 2010, disponível em: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/pt/10/st11/st11669.pt10.pdf>

LEGISLAÇÃO COMUNITÁRIA APROVADA - DIREITO COMUNITÁRIO EM VIGOR

CERS: Regulamento (UE) N.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0001:0011:PT:PDF>

Regulamento (UE) N.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro de 2010, que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do Comité Europeu do Risco Sistémico, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0162:0164:PT:PDF>

EBA: Regulamento (UE) N.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão (UE) 716/2009 e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0012:0047:PT:PDF>

REFERÊNCIAS

EIOPA: Regulamento (UE) N.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão N.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0048:0083:PT:PDF>

ESMA: Regulamento (UE) N.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão N.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:PT:PDF>

OMNIBUS I: Directiva (EU) N.º 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de Novembro de 2010 que altera as Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0120:0161:PT:PDF>

Regulamento (UE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, relativo às **agências de notação de risco** (JO L 302 de 17.11.2009), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:PT:PDF>

LEGISLAÇÃO COMUNITÁRIA EM PREPARAÇÃO

OMNIBUS II: Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Directivas 2003/71/CE e 2009/138/CE no que respeita às competências da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, Bruxelas, 19.1.2011, COM(2011)8 final, 2011/0006 (COD), disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0008:FIN:PT:PDF>

REVISÃO DO REGULAMENTO RELATIVO ÀS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO:

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) N.º 1060/2009 on credit rating agencies - Outcome of the European Parliament's first reading (Strasbourg, 13 to 16 December 2010), de 21 de Dezembro de 2010, 2010/0160(COD), disponível em (apenas em inglês): http://register.consilium.europa.eu/servlet/driver?lang=EN&ssf=DATE_DOCUMENT+DESC&fc=REGAISEN&srm=25&md=400&typ=Simple&cm sid=638&ff_TITRE=credit+rating+agencies&ff_FT_TEXT=&ff_SOUS_COTE_MATIERE=&dd DATE_REUNION=&rc=1&nr=51&page=Detail

REFERÊNCIAS

PARLAMENTO EUROPEU

Relatório sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que institui uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (COM(2009)0503 – C7 0167/2009 – 2009/0144(COD)), Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Relator: *Sven Giegold*, 3 Junho 2010, disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2010-0169+0+DOC+PDF+V0//PT&language=PT>

Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais/Ministério das Finanças e da Administração Pública

Workshop on Financial Supervision and Regulation: Lessons from the Crisis and Challenges Ahead, Lisboa, 2/3 Julho 2010, disponível em: <http://www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/worshop-lisboa-2009/Resumo-do-Workshop.pdf>

OUTROS

Nunes Pereira, José: A reforma europeia do plano de acção para os serviços financeiros: uma futura autoridade de supervisão europeia?, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume VII, Coimbra: Coimbra Editora, pp.78-166, 2007

Nunes Pereira, José: A nova arquitectura de supervisão financeira da União Europeia, apresentação de 25 Maio 2010 no Instituto de Valores Mobiliários, Lisboa



CMVM

37ª EDIÇÃO DOS CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Avenida da Liberdade, n.º 252

1056-801 Lisboa

Telefone: 21 317 70 00

Fax: 21 353 70 77

E-mail: cmvm@cmvm.pt

Site: www.cmvm.pt