

## 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.

