

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE NOVA DE LISBOA

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CONTRATAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS EM PLATAFORMAS DE
NEGOCIAÇÃO ELECTRÓNICA

CARLOTA MANIQUE

JULHO 2013

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE NOVA DE LISBOA

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

MESTRADO EM *CIÊNCIAS JURÍDICAS EMPRESARIAS*

CONTRATAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS EM PLATAFORMAS DE
NEGOCIAÇÃO ELECTRÓNICA

CARLOTA MANIQUE

*Relatório de Estágio realizado sob a orientação
do Professor Doutor André Figueiredo e do
Mestre Amadeu José Ferreira*

JULHO 2013

“Nobody ever saw a dog make a fair and deliberate exchange of one bone for another with another dog”

Adam Smith, *The Wealth of Nations: An inquiry into the Nature & Causes of the Wealth of Nations*

AGRADECIMENTOS

Aos meus orientadores, ao Senhor Professor Doutor André Figueiredo por toda a disponibilidade em orientar este trabalho e, ao Senhor Professor Amadeu Ferreira, um profundo agradecimento, por tão generosamente me ter recebido nesta instituição e pela preciosa orientação nestes meus primeiros passos no campo da investigação científica, bem como por todos os seus ensinamentos ao longo deste programa de mestrado.

Ao Dr. Jerónimo Lopes, por propiciar este estágio junto do Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado. Ao Professor Doutor Luís Catarino, um agradecimento muito especial, pelo seu enorme apoio, sempre com grande entusiasmo. Todas as suas observações foram fulcrais para a conclusão deste trabalho.

À Dra. Mónica Neves que acompanhou o meu trabalho com inestimável apoio. Agradeço toda a disponibilidade e boa disposição da Dra. Diana Santos e do Dr. Bruno Freitas. À Dra. Teresa Correia pela sua amizade. Mais agradeço a todos os colaboradores da CMVM que me acompanharam ao longo deste estágio.

Para os meus primos, a quem tanto devo e ao seu apoio incondicional. À minha mãe, ao meu irmão, e ao João.

ABSTRACT: What are electronic trading platforms? What is a “White Label Trading System Agreement”? What is the legal nature of the relationships established between the players? What are the obligations of a financial intermediary? The present paper explores these questions at a time when very little has come to light about these young electronic trading systems of financial instruments.

Key words: Platforms; Over-the-Counter, “white labelling”, financial intermediaries, best execution.

RESUMO: O que são plataformas de negociação electrónica? O que é um “White Label Trading Sytem Agreement”? Qual a natureza jurídica das relações que se estabelecem? Quais as obrigações do intermediário financeiro? O presente trabalho procura responder a estas questões, num momento em que muito pouco se sabe acerca destes sistemas de negociação electrónica de instrumentos financeiros.

Palavras-chave: Plataformas; mercado de balcão; “white labelling”, intermediários financeiros; execução nas melhores condições.

ORIENTAÇÕES DE LEITURA

- I. O presente Relatório encontra-se redigido de acordo com o Acordo Ortográfico de 1945¹.

- II. Todas as obras quando citadas são identificadas com todos os elementos que constam da lista de bibliografia. Expressões em latim ou em língua estrangeira serão apresentadas em itálico, com exceção de indicações bibliográficas. O reforço ou destaque de alguma ideia, se necessário, de forma a evitar o sublinhado, será também feito com a utilização de itálico.

- III. As múltiplas notas de rodapé pretendem convidar o leitor a um diálogo que fica para além do texto, sobretudo oferecendo pistas que orientem para o aprofundamento de temas que numa dissertação com uma economia própria não poderiam ter desenvolvimento. Procuramos que a leitura integral do texto pudesse prescindir, sem quebra de unidade e sentido, do acompanhamento sistemático das notas de rodapé.

- IV. As abreviaturas estão identificadas por ordem alfabética na Lista de Abreviaturas que se segue.

¹ Por força da Resolução do Conselho de Ministros 8/2011 o período transitório para o novo Acordo Ortográfico é de seis anos.

LISTA DE ABREVIATURAS

ASIC – Australian Securities & Investment Commission

BIS – Bank for International Settlements;

CC – Código Civil;

CComercial – Código Comercial;

CESR – Committee of European Securities Regulators;

CFDs – Contracts for Differences;

CGFS – Committee on the Global Financial System;

CdMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários;

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

CVM – Código dos Valores Mobiliários;

DMA – Direct Market Access;

DMIF – Directiva 2004/39/CE de 21 de Abril de 2004;

DMIF N2 – Directiva 2006/74/CE de 10 de Agosto de 2006;

EG – Entidade gestora da plataforma;

e.g. – *Exempli gratia*;

ETFs – Exchange trade funds;

i.e. – *Id est*;

IF/ IFs – Intermediário Financeiro/ Intermediários Financeiros;

ISDA – International Swap and Derivatives Association;

ITA – Institutional Trading Agreement;

MA – ISDA Master Agreement;

MM – Market Maker

v.g. – *Verbi gratia*;

WLA – White Label Trading System Agreement.

ÍNDICE

Introdução	11
-------------------	----

Capítulo I

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

1. A Instituição	13
2. O Estágio	14

Capítulo II

Das plataformas de negociação electrónica

1. Enquadramento	17
2. Mercado OTC	21
3. Uma definição de <i>plataforma</i>	25
4. Plataformas enquanto <i>mercado</i>	29

Capítulo III

Modo de celebração

Âmbito subjectivo

1. Intermediários financeiros	31
2. Investidores não qualificados	33
3. Entidade gestora da plataforma	35

Âmbito objectivo

1. Dos contratos de intermediação financeira	40
1.1. Contratos de acesso à plataforma	41
1.1.2. Negócios jurídicos de cobertura	45
1.1.3. Negócios jurídicos de execução	47
2. Do “white labelling” em especial	49
2.1. ISDA <i>Master Agreement</i>	52
2.2. <i>Institutional Trading Agreement</i>	53

Capítulo IV

Das obrigações dos intermediários financeiros

1. Dever de <i>best execution</i> na sua dupla dimensão: transmissão e execução	56
2. Da obrigação <i>del credere</i>	60

Conclusão	64
------------------	----

Bibliografia	66
---------------------	----

INTRODUÇÃO

O interesse neste estágio curricular surgiu com a minha vontade de aplicar conhecimentos adquiridos e ganhar novas competências na área de Valores Mobiliários. Com efeito, iniciei o estágio em Março de 2013, sob orientação do Senhor Professor Doutor André Figueiredo na FDUNL e do Senhor Professor Amadeu José Ferreira, que me seguiu ao longo de todo o estágio junto da CMVM.

Concomitantemente, fui acompanhada durante o estágio por vários colaboradores da CMVM, mais concretamente, pelos colaboradores do Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado. Desde o início tinha sido acordado que iria trabalhar com este departamento, pois o meu objectivo era realizar um trabalho relacionado com a intermediação financeira. As minhas tarefas respeitaram à supervisão de intermediários financeiros e estruturas de mercado, nomeadamente, no que concerne à prestação de serviços de investimento numa nova realidade das denominadas plataformas de negociação electrónica.

Neste sentido, tive oportunidade de acompanhar e integrar os trabalhos no âmbito de uma supervisão realizada em torno de plataformas de negociação electrónica, um trabalho que tinha sido iniciado em 2011, e que em 2013 foi retomado. Na fase da supervisão em que cheguei já tinham sido realizados os trabalhos preparatórios, bem como uma análise económica. Consequentemente, o grande objectivo neste momento era realizar um enquadramento jurídico da amostra das plataformas dos intermediários financeiros que estavam sob supervisão.

Com efeito, elaborei um estudo que visou aferir da natureza e qualificação jurídica das relações que se estabelecem entre os sujeitos contraentes, confrontando as obrigações dos intermediários financeiros perante os interesses legalmente protegidos dos investidores.

No presente trabalho² abordaremos os aspectos que nos parecem essenciais: as relações que se estabelecem entre investidores e intermediários financeiros, no sentido

² As opiniões expressas no presente trabalho são-no a título exclusivamente pessoal, em nada vinculando a CMVM.

de estabelecer o seu regime, bem como uma reflexão sobre a natureza jurídica e as obrigações que impendem sobre os intermediários financeiros.

Muitas questões igualmente relevantes não poderão ser aqui observadas, pois numa dissertação com uma economia própria não poderiam ter desenvolvimento, *i.a.* conceito de intermediação financeira, valores mobiliários, mercado secundário, mercado OTC, instrumentos financeiros.

Em bom rigor, este trabalho é composto por quatro capítulos: o primeiro trata de forma breve a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do estágio aí realizado. O segundo capítulo visa enquadrar o leitor, descrevendo a realidade fáctica em torno das plataformas de negociação electrónica. No que concerne ao terceiro capítulo, por um lado, tratamos o âmbito subjectivo – dos *sujeitos* – e por outro, o âmbito objectivo – dos *contratos*. O quarto e último capítulo, trata algumas das obrigações que impedem sobre os intermediários financeiros. Optamos por autonomizar este capítulo depois de aferida a natureza jurídica das relações que se estabelecem ao abrigo do fenómeno do “white labelling” em torno das plataformas de negociação, dado que em termos lógicos, fez-nos mais sentido que este ponto seja cognoscível de forma independente, devido à sua importância comparativamente aos momentos lógicos que a antecedem.

CAPÍTULO I – A COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1. A INSTITUIÇÃO

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários³ (adiante CMVM) foi criada em Portugal em 1991. Enquanto pessoa colectiva de direito público, as suas atribuições abrangem a regulação dos mercados de instrumentos financeiros e da actividade de intermediação financeira, a sua supervisão, a promoção, a colaboração com o Governo e o Ministério das Finanças na definição de políticas relativas ao sector financeiro.

Ora, “a CMVM é uma autoridade administrativa que opera por meio do procedimento administrativo tendo-lhe sido conferidas especiais competências para “regulação” e “supervisão” de actos e actividades de terceiros, noção fluida em que a lei insere poderes de controlo, vigilância, tutela e inspecção (arts. 358.º - 361.º)”.⁴ Esta instituição, é composta por três órgãos independentes: o Conselho Directivo, a Comissão de Fiscalização e o Conselho Consultivo⁵.

Cumpra, ainda, mencionar uma vertente internacional dado que, a CMVM coopera com outras autoridades nacionais, *i.a.* o Banco de Portugal, que têm funções de supervisão e regulação do sistema financeiro, participando activamente em organizações internacionais e instituições afins ou equiparadas, das quais há que salientar a Organização Internacional das Comissões de Valores, tal como a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

No que concerne às competências desta instituição, a CMVM está incumbida, *i.a.* de regular o funcionamento dos mercados de valores mobiliários, a realização de ofertas públicas, a actuação de todas as entidades que operam nesses mercados e, de uma maneira geral, todas as matérias que dizem respeito a esta área de actividade. Enquanto supervisor, deverá efectuar a supervisão dos intermediários financeiros e das

³ Tal como a generalidade das suas congéneres europeias, institucionalmente constitui seu figurino a norte americana *Securities Exchange Commission*, na tradição norte americana das *agencies*.

⁴ LUÍS GUILHERME CATARINO, “Direito Administrativo do Mercado de Valores Mobiliários”, in *Tratado de Direito Administrativo Especial*, volume III, Almedina, Coimbra, 2010, pág. 444.

⁵ Artigo 6º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores e de sistemas de liquidação. Estas diligências de supervisão são realizadas por equipas que, mediante acções de rotina, acompanham a actividade destas entidades, tanto nas suas instalações como através de outros meios de controlo directo e contínuo⁶. Deverá ainda realizar o exercício permanente das funções de supervisão e regulação que lhe são conferidas por lei, bem como o desenvolvimento de serviços que visam assegurar um apoio directo ao público em geral e aos investidores em particular, sempre numa óptica de garantir a sua protecção.

Em suma, “exerce funções de controlo e vigilância perante *actividades de recolha de aforro para investimento no âmbito do mercado de valores mobiliários*, particularmente o controlo “externo” ou *comportamental* dos profissionais perante os investidores (*outsiders*). Foi dotada de autonomia administrativa e financeira, de património próprio, e na prossecução das suas atribuições rege-se hoje pelo Estatuto Legal⁷ vertido no Decreto-Lei n.º 473/99 de 8 de Novembro (...) subsidiariamente rege-se pelas normas aplicáveis às entidades públicas empresariais”⁸.

2. O ESTÁGIO

O Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado, é um dos departamentos mais operacionais desta instituição, dado que nos termos da orgânica interna da CMVM, tem as seguintes funções:

a) Efectuar a supervisão comportamental do exercício das actividades de intermediação financeira previstas nos artigos 289º, nº 1, alíneas a) e b), 290º e 291º do Código de Valores Mobiliários; b) Efectuar a supervisão comportamental das actividades de intermediação financeira supra identificadas, por sucursais de

⁶<http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Apresentacao/O%20que%20é%20a%20CMVM/Pages/O%20que%20é%20a%20CMVM.aspx>.

⁷ O Estatuto legal da CMVM foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 232/2000, de 25 de Setembro e pelo Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de Agosto e alterado e republicado pelo Decreto-Lei n.º 169/2008, de 26 de Agosto, disponível em http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/legislacao%20complementar/sistema%20financeiro/pages/dln473_1999.aspx.

⁸ LUÍS GUILHERME CATARINO, “Direito Administrativo do Mercado de Valores Mobiliários”, in *Tratado de Direito Administrativo Especial*, volume III, Almedina, Coimbra, 2010, pág. 437.

intermediários financeiros comunitários que sejam registadas em Portugal; c) Efectuar a supervisão das actividades de consultores para investimento, de agentes vinculados e de analistas financeiros; d) Efectuar a supervisão comportamental das actividades de comercialização de bens corpóreos; e) Efectuar a supervisão prudencial e comportamental das entidades gestoras de mercados e de sistemas, de sistemas de compensação e de liquidação, e de sistemas centralizados de valores mobiliários; f) Analisar e identificar a necessidade de alterações ao regime legal e regulamentar das actividades de intermediação financeira, de notação de risco, de comercialização de bens corpóreos, de entidades gestoras de mercados e de sistemas, de sistemas de compensação e liquidação, e de sistemas centralizados de valores mobiliários; g) Colaborar e/ou desenvolver a actividade em grupos de trabalho internacionais ou nacionais externos no âmbito das sua competências; h) Assegurar o apoio à gestão do Sistema de Indemnização aos Investidores⁹.

Neste sentido, realizei o programa de estágio curricular junto do Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado, no qual tive a oportunidade de elaborar um trabalho sério de investigação, acompanhando toda esta dinâmica que surge em torno das supervisões realizadas aos intermediários financeiros (doravante IFs). Com efeito, colaborei com este departamento, integrando a equipa responsável pela supervisão dos IFs que disponibilizam serviços de investimento, mormente, contratação de instrumentos financeiros via OTC¹⁰, através de plataformas de negociação electrónica. Assim, colaborei na supervisão de sete intermediários financeiros, tendo analisado cerca de 28 contratos, por forma a dar um *input* no enquadramento jurídico que estava a ser realizado. O grande objectivo era analisar as relações contratuais que se estabelecem, aferir a sua natureza jurídica e determinar se estavam ou não salvaguardados os interesses dos investidores.

Na amostra utilizada, nem todas as plataformas tinham exactamente o mesmo tipo de relação subjacente, embora o *macrotipo* contratual seja sempre a *prestação de serviços*. Consequentemente, dividimos a amostra utilizada para este estudo em duas grandes classificações: i) por um lado, as plataformas onde há coincidência entre o IF e a entidade gestora da plataforma, e por outro, ii) aquelas onde não há coincidência entre o IF e a entidade gestora da plataforma. Nesta última classificação, há ainda uma

⁹Anexo I do Regulamento Interno da CMVM.

¹⁰ Mercado de balcão.

ramificação, dado que podemos encontrar dois subtipos: a) os fenómenos de “white labelling”, e b) situações em que o IF refere expressamente ao investidor que a plataforma não é sua, sendo propriedade da entidade gestora, que por sua vez dita quais as regras subjacentes.

Ora, no nosso trabalho optamos por nos cingir àquelas em que não há coincidência entre o IF e a entidade gestora da plataforma e cuja génese se prende com o fenómeno do “White Label Trading System Agreement”.

CAPÍTULO II - DAS PLATAFORMAS DE NEGOCIAÇÃO ELECTRÓNICA

1. ENQUADRAMENTO

A Idade Contemporânea¹¹ encontra-se marcada por um enorme progresso tecnológico, nomeadamente, no que respeita a tecnologias de informação, designadamente a *internet*, bem como tudo o que se relaciona com *hardware* e *software*¹². Consequentemente, a globalização é fruto de todos estes progressos, ocorrendo assim uma comercialização de produtos a custos de transacção e de informação mais reduzidos¹³.

Neste sentido, o mercado de capitais, onde a inovação é uma constante, jamais se poderia alhear de tais progressos. O presente trabalho prende-se com estes avanços tecnológicos, que têm gerado novos sistemas, que modificaram o paradigma da negociação tradicional.

Ora, por volta da década de oitenta começaram a surgir novos sistemas que representavam uma alternativa viável aos tradicionais meios de negociação. Todavia, foi no final dos anos noventa que a revolução electrónica ganhou maior visibilidade e influência sobre os mercados, não obstante a sua irregular adesão¹⁴.

¹¹ Ao longo da história da humanidade, o comércio sempre desenrolou um papel fulcral para o desenvolvimento, quer para os primeiros povos da Mesopotâmia, quer para as sociedades da Idade Moderna. Tal como a guerra, o comércio nada mais é do que um meio para atingir o que se pretende, consubstanciando um paradigma de interacção a nível global, *Vide EDWARD SWAN, Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Lax Int. London, 2000, pág. 28.

¹² PAULO ALVES, “Milagre tecnológico – Um desafio para os diferentes participantes no mercado de capitais”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º9, Dezembro de 2000, disponível em www.cmvm.pt.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ MARVIN BARTH III, ELI REMOLONA, PHILIP WOOLDRIDGE, “Changes in market functioning and central bank policy: an overview of the issues”, *Bank for International Settlements, paper n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002, págs. 9 ss, disponível em www.bis.org.

A utilização de sistemas electrónicos de negociação expandiu-se rapidamente nos últimos anos, em mercados regulamentados¹⁵ (têm como paradigma os mercados de bolsa), bem como em mercados não regulamentados¹⁶ (refracção semântica do fenómeno de desregulamentação¹⁷) nas diferentes fases do processo de negociação¹⁸. Devido à forte concorrência que actualmente se faz sentir, os IFs têm procurado disponibilizar novos sistemas para manter as suas actividades e atrair novos clientes. Assim se verifica a influência exercida pela inovação e progresso no funcionamento e arquitectura dos mercados, sobretudo, no que respeita aos custos e à informação.

Com efeito, a estes sistemas é inerente um aumento significativo da eficiência em termos operacionais, pois há uma franca redução nos custos de transacção e ainda, alguma doutrina salienta¹⁹, um eventual aumento da transparência²⁰, fruto de um melhor

¹⁵ Esta divisão foi consagrada pela Directiva dos Serviços de Investimento - Directiva 93/22/CEE do Conselho de 10 de Maio de 1993. Com efeito, por mercados regulamentados entende-se “*os Mercados de instrumentos financeiros constantes de uma lista oficial elaborada por cada Estado-Membro, com funcionamento regular, cujas condições de funcionamento, de acesso ao mercado e de aceitação dos instrumentos financeiros nele negociáveis hajam sido aprovadas por autoridades competentes e em que se encontre assegurada a divulgação de todas as transacções realizadas pelos intervenientes às autoridades de supervisão e a prestação de informação pública sobre as principais características de tais transacções*”, ANTÓNIO SOARES, “Mercados regulamentados e mercados não regulamentados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º7, Abril de 2000, disponível em www.cmvm.pt.

¹⁶ GUORON JIANG, NANCY TANG, EVE LAW, “Electronic trading in Hong Kong and its impact on market functioning”, *BIS Papers n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002, págs. 132 ss, disponível em www.bis.org.

¹⁷ “Os mercados não regulamentados não estão sujeitos a qualquer autorização, dependendo o seu funcionamento apenas do controlo por legalidade por parte da autoridade de supervisão. Admite-se inclusivamente a criação de mercados com intervenção directa dos investidores institucionais (n.º 3 do artigo 203.º) ou de mercados em que a função tradicional dos membros pode ser exercida pela entidade gestora (n.º 6 do mesmo artigo.) (...) o que no Código revogado era designado por «mercado de balcão» fica assim reduzido à sua real condição de actividade de intermediação”, in texto preambular do DL 486/99 de 13 de Novembro.

¹⁸ COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

¹⁹ Cfr. COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

²⁰ Sendo que esta poderá ser questionada, veja-se o caso das *dark pools*, bem como do *high frequency trading*. “High frequency trading, also called black box trading, uses high speed computers governed by algorithms to analyze data, identify investment opportunities, and manage order flow to the markets

e mais fácil acesso à informação. Não obstante, parte da doutrina sustenta que o impacto destes sistemas de negociação na liquidez do mercado continua a ser um enigma por resolver²¹.

Os sistemas electrónicos diferem dos espaços de negociação tradicionais, tais como *trading floor*. Ora, há que frisar que a negociação electrónica faz com que não seja necessário um encontro no mesmo espaço físico ou a utilização do telefone, viabilizando-se assim a cooperação e negociação transfronteiriças.

Neste sentido, a negociação electrónica engloba uma larga variedade de sistemas. O *Committee on the Global Financial System* caracteriza de forma sucinta as plataformas de negociação enquanto sistemas de negociação cujas funções consistem em *electronic order routing* (encaminhar as ordens dos utilizadores para o sistema de execução), *automated trade execution* (execução automática de transacções, *i.e.* transformação das ordens em transacções), *electronic dissemination of pre-trade (bid/offer quotes e profundidade)* e *post-trade information* (dados sobre o volume e preços de transacção)²².

Esta definição engloba sistemas electrónicos que não fornecem um serviço inteiramente automatizado de execução de transacções. Nos últimos anos, este tipo de sistemas encontraram grande adesão nos mercados e, conseqüentemente, alteraram as suas estruturas, bem como a dinâmica de funcionamento.

(...)Dark pools are electronic trading systems used by broker-dealers, institutional investors, and hedge funds to negotiate large securities transactions outside formal exchange trading rules(...). participants can narrowcast (to a restricted audience) an “indication of interest” to buy or sell a specific quantity of securities at a set price or a price to be determined(...). Dark pools (...) use a more efficient electronic trading platform to negotiate a large deals and do not require a firm to identify itself or the price at which it is willing to trade. Transactions (...) are recorded as over-the-counter, not exchange, transactions, and the size, price, and time of consummation are not publicly disclosed”, RANDALL DOOD, “Opaque trades”, in *Finance & Development*, 2000, pág. 26 ss.

²¹ COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

²² “A trading market that is typically only accessible by banks and financial institutions. The interdealer market is an over-the-counter market that is not restricted to a physical location; rather, it is a global market where representatives of banks and financial institutions execute trades through their trading terminals”, in COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

Para além desta definição em *sentido amplo*, há que mencionar a definição em *sentido restrito*, que consiste nos sistemas em que há uma total automatização de todos os aspectos do processo de negociação, incluindo a execução. A arquitectura destes sistemas totalmente automatizados é extremamente complexa e as diferenças entre os vários sistemas são muito subtis. No que concerne às diferenças entre este sistema e o sistema tradicional de negociação, podemos constatar que existem três principais diferenças a reter: *i)* as primeiras consubstanciam aquilo a que se denomina de *location-neutral* e uma interacção multilateral contínua; *ii)* em segundo lugar, o facto de serem extremamente flexíveis e por último, *iii)* possibilitarem um funcionamento integrado.

No que respeita à primeira diferença, é de salientar que não há necessidade de todos os interlocutores se encontrarem no mesmo espaço físico, bastando que se conectem ao sistema, o que por sua vez possibilita uma interacção multilateral contínua. Ora, estes sistemas facilitam, assim, a negociação transfronteiriça, bem como fusões entre sistemas de negociação, em maior número que os mercados tradicionais.

São também mais flexíveis, pois podem a qualquer momento lidar com um maior volume de transacções com um simples aumento da capacidade do sistema computacional. Nos mercados tradicionais, o aumento da capacidade de transacção tem custos mais elevados, na medida em que implica necessariamente um aumento do espaço físico, mais intermediários a operarem por telefone, etc. Objectivamente, é mais fácil explorar economias de escala e reduzir os custos operacionais de forma mais eficiente em sistemas automatizados, pois os IFs acabam por conseguir captar mais investidores do que anteriormente²³.

Por último, os sistemas de negociação electrónica permitem uma maior integração de todas as partes envolvidas no processo de negociação, disponibilizando desde logo *pre-trade information (bid/offer quotes)*, bem como o *risk management*. Nos mercados tradicionais há que coordenar as diferentes partes do processo de negociação (*i.e.* a gestão do risco, cotações).

²³ “Electronic trading systems can potentially exploit economies of scale and reduce operational costs to a far extent than can traditional markets”, in COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, pág. 4, disponível em www.bis.org.

Os mercados podem ser descritos atendendo a algumas características principais, independentemente de serem tradicionais ou electrónicos. Estas características permitem também traçar uma distinção entre mercados regulamentados e não regulamentados, pois *i.a.* o seu funcionamento, condições de acesso, formação de preços e, continuidade, não ocorrem da mesma forma.

No que concerne às condições de acesso, tipicamente os investidores não negociam directamente entre si, mas antes mediante um IF. Quando isto ocorre, verifica-se uma segmentação do mercado, *i.e.* uns funcionam numa lógica *inter-dealer*, ao passo que outros, funcionam com uma lógica *dealer-to-customer*.

Quanto à negociação, existem dois grandes tipos de interacção das ordens: *bilateral* e *multilateral*. Na interacção bilateral, o preço será sempre negociado, no momento em que a relação comercial se estabelece. Este tipo de interacção traduz-se na individualização das partes. No que respeita à interacção multilateral, há anonimato. Em regra, este sistema implica que as ordens sejam executadas ao melhor preço que se encontre disponível, independentemente de quem é contraparte. Não obstante, tal não impede que se efectuem negócios bilaterais. Contudo, em ambas poderá ser utilizada uma plataforma.

Na formação de preços *quote-driven*²⁴, são as ordens que seguem os preços; os *market-makers* vão cotar o preço a que estão dispostos a realizar as suas ofertas de compra e venda. A predisposição dos investidores a aceitar estes preços irá certamente influenciar a formação dos mesmos. Contudo, há que salientar que, em regra, transacções de maior volume são tipicamente negociações bilaterais²⁵.

2. MERCADO OVER – THE – COUNTER

O mercado de balcão (doravante mercado OTC) encontrava-se já previsto no CdMVM nos arts. 499.º e seguintes, sendo considerado um mercado organizado de

²⁴ Ao invés, na formação de preços *order driven*, as ordens são enviadas para um sistema central – *order book* – e os preços seguem as ordens.

²⁵ COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, pág. 4, disponível em www.bis.org.

valores mobiliários, vocacionado para a realização de operações por intermediários financeiros, de conta própria ou alheia, fora de bolsa ou de mercado secundário. Resultava desta definição que o mercado de balcão abrangia toda a negociação fora de mercado secundário³², podendo esta ter por objecto, tanto valores mobiliários admitidos à negociação, como outros²⁶.

O mercado OTC, genericamente relativo ao segmento das operações dos IFs realizadas fora das formas organizadas de negociação, tem vindo a adquirir um relevo crescente, sendo as suas forças simultaneamente as suas fraquezas: à acrescida flexibilidade negocial e moldabilidade substantiva contrapõem-se a sua mais reduzida fungibilidade e liquidez, além do risco de incumprimento das contrapartes²⁷.

Actualmente, a negociação de derivados OTC poderá ocorrer sob diversas formas: *i.a.* voz, corretagem, electronicamente por meio de um sistema de negociação²⁸. Com a introdução dos sistemas de negociação electrónica, mercados tipicamente fragmentados, tais como o mercado OTC, encontram-se cada vez mais padronizados, devido ao aumento dos *multidealer systems*²⁹ e à introdução dos *order book*³⁰.

Até aqui poderia dizer-se que este tipo de sistemas de negociação não teria grande expressão na negociação em mercado OTC, na medida em que o risco de contraparte era encarado como um entrave à adesão a estes novos sistemas. Todavia, nos últimos anos isto tem vindo a mudar, pois estes novos sistemas de negociação oferecem também, na sua maioria, a possibilidade de negociar em OTC. Com efeito, a

²⁶ Cfr. CARLA DIAS PEREIRA, “Internalização sistemática – subsídios para o estudo de uma nova forma organizada de negociação” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

²⁷ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, Agosto de 2008, disponível em www.cmvm.pt.

²⁸ RANDALL DODD, “The Structure of OTC Derivatives Markets”, *The Financier*, Vol. 9, n.º 1-4, 2002, disponível em www.the-financier.com.

²⁹ “Multi-dealer trading platforms are defined as systems for the negotiation and execution of derivatives transactions where more than one dealer is ready to supply liquidity for derivatives transactions with counterparties that may seek such liquidity”. JAMES JACKSON, RENA MILLER *comparing G.-20 reform over-the-counter derivatives markets*, Congress Research Service, 2013.

³⁰ “An order book is the list of orders (manually and now electronically) that a trading venue (in particular stock exchanges) uses to record the interest of buyers and sellers in a particular financial instrument. A matching engine uses the book to determine which orders can be fulfilled i.e. what trades can be made”.

negociação de derivados de mercado de balcão é cada vez mais frequente. Dado que cada vez mais há um maior grau de padronização, o mercado OTC tem vindo assim a tornar-se menos fragmentado, ao invés do que se passava anteriormente, em que os derivados eram essencialmente *taylor-made*.

Atendendo ao grau de desenvolvimento em que estes novos sistemas se encontram, cumpre mencionar que os mercados se encontram segmentados, mormente, um segmento *inter-dealer* e um segmento *dealer-to-customer*. Com efeito, muitos dos investidores qualificados preferem negociar directamente, sem recorrer a qualquer tipo de intermediação, coisa que é viável com os sistemas electrónicos; não obstante, regista-se uma adesão significativa à intermediação. Grosso-modo, nos mercados OTC, mantem-se um paradigma de intermediação, independentemente da automatização. Neste segmento, os *end-users* entendem que os IFs continuam a desempenhar um papel determinante.

No segmento *inter-dealer*, as tradicionais relações bilaterais de mercado OTC têm caminhado numa outra direcção, sendo cada vez maior a procura por um mercado mais transparente, onde a formação de preços seja centralizada.

No que concerne ao segmento *dealer-to-customer*, constata-se que inicialmente havia um paradigma de *single-dealer*, que se veio a mostrar, muitas das vezes, insuficiente para fazer face às necessidades dos clientes, pelo que a par destes, têm vindo a ser criados sistemas de *multiple-dealer*. Uma vez que não é ainda claro qual dos sistemas terá mais sucesso, os investidores têm procurado diversificar e actuar em mais do que um sistema. *Prima facie*, infere-se que as actuais estruturas de mercado têm uma natureza híbrida, onde coexistem diversos sistemas de negociação.

De acordo com o *feedback* de muitos investidores³¹, a automatização destes sistemas oferece uma vantagem competitiva, que tem vindo a ser implementada. Ora, para que tal ocorra, há que padronizar as formas de liquidação e criar mecanismos de compensação.

A cimeira do G-20 de 2009 em Pittsburgh, procurou implementar um conjunto de medidas, cujo objectivo visava o aumento da transparência dos mercados de derivados OTC, mediante a padronização dos contratos de derivados negociados em

³¹COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

OTC, bem como a respectiva compensação através de contrapartes centrais³², por forma a reduzir o risco sistémico.

Com efeito, estamos perante três ópticas, a primeira traduz-se na necessidade de trazer para um mercado regulamentado e para um sistema com garantia de contraparte os contratos de derivados OTC. No que concerne à segunda, cumpre mencionar a grande tendência de criação de mercados organizados com base em sistemas electrónicos, que por sua vez se encontra aceitação na DMIF. Por último, os IFs têm efectivamente criado verdadeiros mercados com bases nestes sistemas electrónicos, em que são a contraparte do investidor, mas que não se enquadram na internalização sistemática³³.

Relativamente à redução dos custos das transacções e aumento da transparência, estes factores são os “ingredientes” certos para que haja maior *concorrência*, que conseqüentemente, constitui um factor de pressão sobre os IFs. Naturalmente, estes conseguem obter as mesmas margens e procuram novas estratégias para se adaptarem a esta realidade, *v.g.* baixando as margens por forma a captar um maior volume de transacções, algo que é perfeitamente exequível, pois a negociação electrónica permite a criação de economias de escala. Uma outra possibilidade, prende-se com a desagregação dos serviços oferecidos e concentração num serviço em particular³⁴. É neste contexto que surge o “white labelling”³⁵, onde muitos intermediários financeiros optam por oferecer aos seus clientes um serviço “white label”³⁶.

³² G-20 Leaders ‘statement, Pittsburgh Summit, 2009, disponível em www.pittsburghsummit.gov.

³³ Por *internalizador sistemático* entende-se “uma empresa de investimento que, de modo organizado, frequente e sistemático, negocia por conta própria executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou MTF”, *vide* alínea 7) do artigo 4.º da Directiva 2004/39/CE de Abril de 2004. Acerca da internalização sistemática, CARLA DIAS PEREIRA, “Internalização sistemática – subsídios para o estudo de uma nova forma organizada de negociação” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

³⁴ “For instance, they use other dealers to provide a white label service to their customers, i.e. they keep the customer base but outsource their trading to a larger dealer”, COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, pág. 4, disponível em www.bis.org.

³⁵ “White labelling refers to the practice of a new (...) provider utilising the infrastructure and platform of an existing provider but rebranding it with their own logo, marketing materials, etc. This practice enables new players to enter the market without needing to start from scratch when creating platform and trading

Ora, é a propósito desta especialização que surgem diferentes formas de disponibilizar uma infra-estrutura, como a das plataformas de negociação electrónica. Em Portugal, este tipo de serviços tem vindo a crescer significativamente, sob mais do que uma forma.

No presente trabalho serão abordados os casos em que existe um contrato assinado entre o IF e o *investidor não qualificado*, cujo objectivo visa o acesso deste investidor à plataforma, tendo em vista a realização de operações sobre produtos financeiros, *máxime*, instrumentos financeiros derivados, via OTC, *i.e.* cuja negociação é na maioria das vezes, realizada fora de mercado regulamentado. Com efeito, podemos adiantar desde já, que a relação que se estabelece entre o investidor e o IF é uma relação de natureza *sinalagmática* em sentido amplo ³⁷.

3. UMA DEFINIÇÃO DE PLATAFORMA

O Regulamento n.º 2/2012 da CMVM, define plataformas de negociação electrónica no artigo 3.º, alínea c), como “*qualquer sistema electrónico que permite a investidores transacionar directamente PFC*”³⁸, *designadamente mediante internet*”. Já

infrastructure” , in ASIC - Australian Securities and Investments Commission, *Regulation Impact Statement: Over-the-counter contracts for difference: Improving disclosure for retail investors*, 2011, disponível em [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/\\$file/rep205.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/$file/rep205.pdf).

³⁶ Vide *infra*, ponto 2 do âmbito objectivo do capítulo II.

³⁷“Sinalagmáticos são, pois, todos os negócios com vinculações reciprocamente dependentes, correspondam ou não a obrigações”. Para aprofundar estes conceitos, vide MARIA DE LURDES PEREIRA, PEDRO MÚRIAS, “Sobre o conceito e a extensão do sinalagma”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Oliveira Ascensão*, disponível em <http://muriasjuridico.no.sapo.pt/wSinalagmaFinal.pdf>.

³⁸ Um produto financeiro complexo é um instrumento financeiro que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento já existente, tem 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. O leque de produtos financeiros complexos é vasto e mutável ao longo do tempo, acompanhando a inovação da indústria financeira na criação de novos produtos. As instituições financeiras que comercializam produtos financeiros complexos estão legalmente obrigadas a fornecer aos potenciais investidores, um conjunto de informação para que haja um conhecimento e compreensão do tipo de produto e dos riscos que lhe estão inerentes, vide CMVM, “Produtos financeiros complexos”,

Randall Dodd³⁹ dá-nos uma definição um pouco mais detalhada de plataforma de negociação electrónica como “*an electronic brokering platform or a proprietary system in which bids and offers can be posted by a dealer and market participants can execute trades with by hitting of lifting bids and offers (signaling the acceptance of posted bids and offers)*).

Ora, uma plataforma consiste assim numa *infra-estrutura electrónica formada por um conjunto de comandos electrónicos, estruturados pela entidade gestora, que disponibiliza aos investidores os meios necessários à contratação de instrumentos financeiros*⁴⁰.

Com efeito, ocorre um encontro da *oferta* e da *procura*, harmonizando-se assim a vontade de quem, por um lado, quer investir e, por outro, quem viabiliza o serviço investimento. De acordo com o *supra* exposto, apenas iremos tratar as plataformas de negociação electrónica que visam a realização de operações sobre instrumentos financeiros via OTC. Não obstante, cumpre mencionar que existem outras plataformas, que embora semelhantes, contêm outras especificidades e que operam noutros mercados. Nas suas actividades de prestação de serviços, os IFs, sejam eles instituições crédito, sociedades corretoras, *i.a.*⁴¹, disponibilizam inúmeros instrumentos financeiros⁴², mormente, CFDs⁴³, ETFs, entre outros.

Outubro de 2012, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Brochuras/Pages/Brochuras.aspx>.

³⁹ RANDALL DODD, “The Structure of OTC Derivatives Markets”, *The Financier*, Vol. 9, n.º 1-4, 2002, disponível em www.the-financier.com.

⁴⁰ Disponibilizados ou criados pela entidade gestora da plataforma.

⁴¹ Vide artigo 293.º CVM.

⁴² AMADEU JOSÉ FERREIRA define instrumento financeiro como sendo “uma posição jurídica de natureza patrimonial (de carácter oneroso e societário), a qual pode advir de um contrato, comporta uma álea significativa (por vezes uma álea total) e desempenha uma função financeira (financiamento/investimento, cobertura de risco, especulação)”, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Lições de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*, publicado para utilização exclusiva dos alunos, disponível em www.fd.unl.pt. Citação autorizada pelo autor.

⁴³ “Os CFDs são aqueles contratos que têm por objecto o pagamento de soma pecuniária correspondente ao saldo diferencial ao valor do activo subjacente no momento da celebração e da execução do contrato”, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009, pág. 182.

Em bom rigor, estas plataformas não são propriedade dos IFs que as disponibilizam ao público, mas antes de outras instituições financeiras, que muitas das vezes se encontram sediadas noutros países. Com efeito, muitos intermediários financeiros recorrem a outras instituições – as entidades gestoras de plataformas – para obterem acesso a estas infra-estruturas (as *plataformas*), disponibilizando-as aos seus clientes depois de uma operação cosmética de *rebranding* da plataforma⁴⁴.

Estes serviços de contratação de instrumentos financeiros aparecem sob a forma de uma plataforma, que se encontra no respectivo sítio da *internet* do IF. Os investidores que estejam interessados poderão solicitar o acesso à plataforma através do sítio da *internet*, com a possibilidade de seleccionar o meio que entenderem mais conveniente pois na maioria dos casos é oferecida a possibilidade de negociar via *web* ou via *mobile*⁴⁵.

No sítio da *internet*, ao seleccionar a opção que permite aceder ao serviço, os clientes terão que realizar vários passos para aceder à plataforma. Os investidores para aderirem a este serviço terão que possuir uma conta à ordem, por forma, a que o serviço possa ser constituído. A par disto, são criadas contas cujo objectivo é a constituição de uma garantia. As mais frequentes, são as denominadas *contas margem*, *i.e.* são depositados montantes ou outras garantias pelo investidor à ordem do IF para fazer face aos riscos inerentes a operações financeiras realizadas com alavancagem⁴⁶. O valor a depositar depende de critérios variáveis, como o valor da operação e o grau de alavancagem obtido. É o IF quem faz a gestão das contas margem dos clientes, avisando ou realizando os procedimentos necessários ao reforço de margens ou ao encerramento

⁴⁴ Acerca da entidade gestora da plataforma *vide*, ponto 3, que se encontra no âmbito subjectivo do Capítulo II.

⁴⁵ Isto é, através de uma aplicação especialmente concebida para utilizar o serviço de investimento em *smartphones*.

⁴⁶ Efeito de alavancagem, na terminologia anglo-americana *leverage* - “o investimento inicial é apenas uma pequeníssima parte do investimento a prazo (em regra as garantias prestadas), o que pode enganar investidores menos informados e exige um particular cuidado na informação por parte dos intermediários financeiros; na medida em que a exposição ao risco é muito superior ao capital inicialmente investido, tal pode traduzir-se em variações enormes de responsabilidade no fim do prazo; o mesmo resulta da possibilidade de as partes poderem encerrar as suas posições antes do prazo do contrato, isto é, antes de terem de pagar o devido preço”, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Lições de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*, publicado para utilização exclusiva dos alunos, disponível em www.fd.unl.pt. Citação autorizada pelo autor.

de posições. O limite de margem, por vezes designado de margem de manutenção, ocorre quando o montante se revela insuficiente em virtude da desvalorização dos activos subjacentes, os intermediários financeiros requerem junto dos investidores depósitos adicionais de margem. Tais reforços de margem são denominados de *margin calls* e permitem aos IFs manter a gestão do risco de contraparte, isto é, o risco dos investidores se revelarem incapazes de fazer face às responsabilidades assumidas com o contrato.

Consequentemente, o IF é responsável pela manutenção das contas, bem como da acuidade da informação relativa ao cliente na plataforma. Caso não sejam mantidas as margens exigidas, o IF poderá proceder ao encerramento das posições, *i.e.* das operações registadas na carteira do cliente⁴⁷.

Em todas as plataformas analisadas, há sempre um requisito de montante mínimo de subscrição para a constituição do serviço. No final do processo, tudo se materializa numa *password* que é dada ao cliente, sendo esta o elemento chave de acesso à plataforma. Em regra, os utilizadores têm à sua disposição diversas ordens, tais como ordens ao mercado⁴⁸, ordens stop⁴⁹, ordens limite⁵⁰, entre outras.

⁴⁷ Cfr. RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

⁴⁸ Destinam-se a permitir aos investidores comprar ou vender um determinado valor mobiliário ao melhor preço do mercado. Assim, a oferta de compra ou venda introduzida no sistema de negociação dará origem a um negócio assim que surgir qualquer oferta de sentido inverso. O remanescente da oferta ao mercado que não for executada continuará no sistema até que surja nova oferta de sentido inverso.

⁴⁹ Visam o encerramento de posições por forma a precaver eventuais perdas, tornam-se efectivas apenas quando a cotação atinge ou excede um determinado valor, no caso de uma ordem de compra, ou atinge ou é inferior a um determinado valor, no caso de uma ordem de venda.

⁵⁰ Normalmente usadas para iniciar uma nova posição ou concretizar a realização de uma mais valia a um preço definido. As ordens limitadas e as ordens ao mercado limitadas destinam-se a permitir aos investidores comprar ou vender ao limite de preço nelas especificado ou a um melhor preço, no caso das primeiras, ou ao melhor limite de preço das ofertas de sentido oposto disponível naquele momento no sistema, no caso das segundas. Em ambas o comprador apenas está disposto a comprar ao limite de preço indicado ou a um valor mais baixo, enquanto que o vendedor apenas está disposto a vender ao limite de preço indicado ou a um valor mais alto.

Os principais instrumentos negociados nestas plataformas de negociação são *derivados*, nomeadamente, CFDs, contratos sobre divisas⁵¹, ETFs⁵², entre outros. Os instrumentos financeiros derivados são contratos constituídos por referência a uma realidade subjacente, devendo notar-se que têm sempre natureza contratual, aspecto que é salientado na lei, art. 2.º do CVM. Com efeito, são contratos a prazo (por oposição a contrato a contado/à vista), sendo o tempo um elemento essencial do contrato, seja ao nível da determinação do preço, seja quanto ao tempo do cumprimento das prestações principais, seja quanto ao tempo de transmissão da titularidade dos bens. A valorização encontra-se dependente da realidade subjacente⁵³. Tratando-se de produtos financeiros complexos, estamos em sede de instrumentos financeiros derivados que não se encontram isentos de risco, independentemente do activo subjacente. Estes instrumentos

⁵¹“Os Forex são derivados sobre divisas ou relações monetárias (*cross*) sob a forma de operações cambiais, sendo o investidor remunerado de acordo com as diferenças de valorização das moedas em que investe. Trata-se de produtos em que o investimento pode ser alavancado e as possibilidades de ganhos e perdas podem ser, por isso, multiplicadas, assemelhando-se, neste aspecto específico aos CFDs. Devem ser distinguidos dois tipos de Forex: contratos à vista sobre divisas (*Forex spot*) e contratos de derivados sobre divisas (*forex forward*). Apenas os segundos são considerados produtos financeiros complexos, já que os *Forex spot* não contêm o elemento de complexidade (i.e. combinação de dois ou mais activos ou exposição do activo principal ao desempenho do activo subjacente quando essa associação não é evidente e imediata) que caracteriza os produtos financeiros complexos”, CMVM, *Produtos financeiros complexos*, 2012, pág. 23. “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. (...) No seu aspecto mais básico um contrato sobre divisas pode não ser mais que uma compra e venda – 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*).”, NUNO CASAL, “ Contratos sobre divisas e instrumentos financeiros (o caso especial dos rolling spot forex contracts)”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 37, Dezembro de 2010, disponível em www.cmvm.pt.

⁵² *Exchange traded funds* podem definir-se como fundos de investimento abertos à negociação numa bolsa de valores e que têm como principal objectivo obter uma performance relacionada com o comportamento de um determinado indicador de referência, *vide* CMVM, *Produtos financeiros complexos*, 2012, pág. 25.

⁵³ AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Lições de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*, texto de acesso restito, no mesmo sentido, *vide* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, Agosto de 2008, disponível em www.cmvm.pt (“Designam-se por instrumentos financeiros derivados (...) os instrumentos resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente”).

permitem aos investidores uma exposição alavancada, *i.e.* os investidores para abrirem uma posição, depositam junto do IF um determinado valor margem, correspondente na prática a uma percentagem relativamente reduzida do valor total do contrato, daqui resultando que o investidor não só pode vir a perder a totalidade do capital investido, como pode vir a ser chamado a assumir as perdas que vão além desse montante⁵⁴.

A negociação deste tipo de produtos, deverá ser sujeita a um acompanhamento e monitorização por parte dos investidores, dado que a elevada exposição assumida dos activos subjacentes em virtude da alavancagem poderá conduzir a uma rápida deterioração do montante investido.

Contudo, há que referir a outra face da mesma moeda, pois a alavancagem constitui uma oportunidade para o investidor, na medida em que viabiliza uma rendibilidade superior, que jamais poderia ser obtida com recurso a outro tipo de instrumentos⁵⁵.

4. PLATAFORMAS ENQUANTO MERCADO

Fazendo uso das palavras de ANTÓNIO SOARES, “o termo mercado, no seu *sentido mais amplo*, tem sido genericamente utilizado para designar espaços, não necessariamente físicos, de confluência de uma oferta e de uma procura de um determinado bem ou serviço”⁵⁶.

Atendendo à nossa definição de plataforma, depreende-se que as infra-estruturas aqui controvertidas, constituem elas próprias um *mercado*, na medida em que viabilizam a harmonização entre a *oferta* e a *procura*. Como é evidente, aqui subjacente está, por um lado, quem procura investir e, por outro, quem viabiliza o investimento. Com efeito, entende-se que estas plataformas constituem um mercado, na medida em que envolvem o encontro de ordens de compra e venda de contratos de derivados.

⁵⁴ Cfr. RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ ANTÓNIO SOARES, “Mercados regulamentados e não regulamentados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Agosto 2000, disponível em www.cmvm.pt.

Na vertente de quem disponibiliza a plataforma, cumpre frisar a necessidade de harmonizar a procura e oferta mediante um contrato de derivados, sem que haja qualquer tipo de exposição nestas operações, quer no mercado do derivado quer no mercado do activo subjacente, por parte de quem disponibiliza o acesso a este serviço. Quem disponibiliza este serviço está como que a “vender” a actividade que esta infraestrutura propicia⁵⁷.

Do lado de quem compra, temos os investidores, que pretendem realizar investimentos através destes sistemas de negociação, recorrendo a intermediários financeiros que disponibilizam este tipo de serviços.

Em suma, ao disponibilizar este serviço de investimentos aos seus clientes, o IF realiza uma “operação cosmética” de *rebranding*. No capítulo que se segue, serão afluídos os detalhes das relações que se estabelecem ao abrigo deste fenómeno, pelo que se procura esclarecer quem são os sujeitos contraentes, qual a natureza e qualificação jurídica dos contratos celebrados e qual a dinâmica destas relações.

⁵⁷ “Making a market in a derivative contract involves offering to buy and to sell that derivative contract without actually becoming exposed to movements in either the market for that derivative contract or the market for the underlying.”, JOHN-PETER CASTAGNINO, *Derivatives the Key Principles*, 3ª edição, Oxford University Press, 2009, pág. 11.

CAPÍTULO III – MODO DE CELEBRAÇÃO – CONTRATOS DE ACESSO ÀS PLATAFORMAS

ÂMBITO SUBJECTIVO

1. INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

No âmbito das relações que se estabelecem nas plataformas de negociação electrónica, cumpre aferir quais os sujeitos intervenientes e o modo como se estabelecem as relações entre estes. Ora, estas infra-estruturas são disponibilizadas por IFs a *investidores não qualificados*⁵⁸, ao abrigo do fenómeno de “white labelling”. Através deste fenómeno, o IF enquanto *middleman*, recorre a este tipo de serviço para disponibilizar aos seus clientes estes meios de negociação, sem ter que suportar os custos da criação de uma infra-estrutura desta natureza, bem como os riscos adjacentes⁵⁹.

O CVM, ao invés do CdMVM, não privilegiou a organização do corpo regulatório relativo à intermediação financeira em torno do elemento institucional materializado no conceito de intermediário financeiro⁶⁰. O n.º 1 do art. 293.º do CVM estabelece que os IFs são as instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal – (alínea a); as entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal – (alínea b), e ainda, outras instituições que venham igualmente a ser autorizadas a exercer qualquer actividade de intermediação financeira – (alínea c).

O n.º 2 do mesmo artigo, por sua vez, estabelece que as empresas de investimento em valores mobiliários, referidas no n.º 1, são as sociedades corretoras, as

⁵⁸ V. *infra*, ponto 2 do âmbito objectivo.

⁵⁹ Neste sentido, vide ASIC - Australian Securities and Investments Commission, *Regulation Impact Statement: Over-the-counter contracts for difference: Improving disclosure for retail investors*, 2011, disponível em [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/\\$file/rep205.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/$file/rep205.pdf).

⁶⁰ CONCEIÇÃO NUNES, “Os intermediários financeiros”, *Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 92.

sociedades financeiras de corretagem, as sociedades gestoras de patrimónios, as sociedades mediadoras dos mercados monetário e de câmbios, as sociedades de consultoria para investimento, as sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral, e outras que como tal sejam qualificadas por lei, ou que, não sendo instituições de crédito, sejam pessoas cuja actividade, habitual e profissionalmente exercida, consista na prestação, a terceiros, de serviços de investimento, ou no exercício de actividades de investimento. Ora, o conceito de IF é substancialmente construído pela lei por remissão para o de actividade de intermediação financeira (art. 289.º CVM). Neste sentido, entendemos que no nosso ordenamento jurídico “*o intermediário financeiro é a entidade que está autorizada a exercer a título profissional actividades de intermediação financeira*”⁶¹. Assim, o IF deverá ser qualificado como comerciante e, em consonância, confirma-se igualmente na perspectiva subjectiva o que objectivamente há muito tem sido aceite à luz do CComercial⁶².

Junto da entidade gestora da plataforma, o IF tem a possibilidade de ter uma série de contas, todas elas com fins diferentes, *i.a.* contas de garantia, contas de juros. Todavia, as contas de todos os investidores serão compreendidas numa única conta global⁶³, *i.e. omnibus account*. Ainda que os clientes tenham a possibilidade de aceder directamente às sub-contas compreendidas pela conta global, esta só poderá ser movimentada pelo IF, estando registada em nome próprio do IF perante a entidade gestora da plataforma⁶⁴. Sendo esta uma prática reiterada entre os intermediários financeiros, nas operações financeiras, *máxime*, as operações em bolsa, os IF podem cumular um conjunto de ordens convergentes provenientes de vários clientes, emitindo uma só ordem dirigida a outro IF, *i.e. in casu* à entidade gestora da plataforma, cujo

⁶¹ GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, A responsabilidade civil do intermediário financeiro, Almedina, Coimbra, 2008, pág. 38.

⁶² *Ibidem*.

⁶³ Neste sentido, *vide* AMADEU JOSÉ FERREIRA, “Ordem de Bolsa”, *ROA*, 1992, pág. 497, e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997, pág. 302 ss.

⁶⁴ Tal como podemos constatar no clausulado do WLA, “X will provide White Label Partner with a set of accounts for different purposes. This may include a collateral account, a tax account and an interest account, all of which are arranged under one or more omnibus accounts with the facility to support any number of sub-accounts. White Label Partner may delegate the access to sub-accounts to its clients, but the accounts will at all times be registered by X as belonging to White Label Partner”.

total encobre as parcelas de diferentes origens. A título de exemplo, note-se que a prática dos IFs revela que nestes casos, reúnem todas as ordens de bolsa dadas pelos vários investidores numa só, que é transmitida ao corretor em nome do próprio IF.

Em suma, os IFs são um elemento fulcral na cadeia de relações que se estabelecem no âmbito das plataformas de negociação electrónica, sendo quem efectivamente disponibiliza o serviço ao investidor.

2. INVESTIDORES NÃO QUALIFICADOS

Constituem investidores os titulares potenciais ou efectivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros⁶⁵. O conceito de cliente e de *end-user* surge aqui como o sujeito a quem é prestado o serviço de intermediação financeira⁶⁶. É um conceito bastante amplo, embora este assuma particular importância para efeitos da tutela jurídica do mercado de valores mobiliários⁶⁷. O cliente é tido como qualquer pessoa a quem o intermediário preste serviços de investimento ou auxiliares⁶⁸. Falamos apenas em investidores não qualificados, dado que este tipo de contratação tem precisamente como público alvo *investidores não qualificados*.

Os clientes estabelecem uma relação com o IF, ao assinarem um contrato de acesso à negociação via plataforma electrónica. Estes contratos apresentam-se sob as vestes de *contratos de ordens para a realização de operações de instrumentos financeiros*⁶⁹. Com efeito, o investidor é assim dador de uma ordem e o IF o receptor

⁶⁵ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2011, pág. 221.

⁶⁶ Contudo, nalguns casos, nomeadamente na gestão de patrimónios, a determinação de quem seja o cliente poderá suscitar algumas dificuldades, MATTEW ELDERFIELD, *A practitioner's guide to MIFID*, pág. 104 ss.

⁶⁷ JOSÉ QUEIRÓS DE ALMEIDA, “Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, Novembro de 2006, disponível em www.cmvm.pt.

⁶⁸ Artigo 4.º, n.º 1, 10) da Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004 (DMIF).

⁶⁹ Note-se que apesar disso, em regra, estes são também contratos de registo e depósito. Contudo, não abrimos a possibilidade de estes contratos virem a ser celebrados com um *depositante* que não seja um *investidor*.

dessa mesma ordem, pelo que o investidor não estabelece qualquer tipo de relação com entidade gestora da plataforma.

No que concerne ao nosso ordenamento, constata-se que no CVM não existe um conceito unitário de investidor, sendo que o nosso legislador distingue duas categorias de investidores: os *investidores qualificados* e os *investidores não qualificados*. O critério de distinção entre investidores qualificados e não qualificados prende-se sobretudo com o carácter profissional da relação estabelecida com o prestador de serviços de intermediação financeira. Essa intervenção profissional significa também que essa entidade possui *know-how* específico sobre a prestação desses serviços, reduzindo o risco de desconhecimento e equilibrando a posição contratual. O investidor não qualificado não possuindo (ou podendo não possuir esses conhecimentos), encontra-se naturalmente numa posição de maior debilidade⁷⁰.

Anteriormente designados de investidores institucionais e não institucionais, o DL n.º 52/2006, de 15 de Março, introduziu modificações ao nível da distinção dos dois níveis de tutela – art. 30.º CVM.

Ora, o investidor é a pessoa que negocia sobre instrumentos financeiros. A lei pressupõe de igual forma, a atendibilidade do potencial investidor para efeitos da protecção jurídica visada pelo Direito, designadamente no que respeita à disponibilização pelos emitentes ou IFs da informação junto do público, *i.e.* dos investidores.

No âmbito do caso aqui controvertido, não podemos deixar de frisar a acentuada exposição ao risco que advem da negociação através de um serviço de investimento como aquele que ocorre nas plataformas de negociação electrónica. Nos últimos anos, o sector financeiro tem vindo a disponibilizar aos seus clientes de retalho produtos de investimento cada vez mais sofisticados, com elevada complexidade técnica, e ainda que sejam objecto de regulação específica, oferecem sempre uma rendibilidade incerta, fruto da dependência da evolução do preço dos activos subjacentes, pelo que o retorno assume na maioria dos casos valores negativos⁷¹. Consequentemente, são raros os

⁷⁰ JOSÉ QUEIRÓS DE ALMEIDA, “Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, Novembro de 2006, disponível em www.cmvm.pt.

⁷¹ Teria sido interessante apresentar de forma breve alguns dados sobre as *burning rates*, contudo não foi possível apresentar estes dados.

investidores que conseguem compreender e avaliar correctamente os produtos disponibilizados, dado que, em bom rigor, estamos perante “contratos em que cada um vende o que não tem e compra aquilo que não pode pagar”⁷².

3. A ENTIDADE GESTORA DA PLATAFORMA

Em bom rigor, a entidade gestora da plataforma, não é mais do que o intermediário financeiro, proprietário da plataforma de negociação electrónica. Na sua maioria, são IFs cuja posição no mercado é francamente estável, e que a par disto, adoptaram uma estratégia para fazer face às circunstâncias desta nova realidade. Com efeito, esta estratégia consiste na especialização de um serviço em particular – *i.e. contratação de instrumentos financeiros através de uma plataforma de negociação electrónica*⁷³. Estes IFs optam assim por investir na criação de uma infra-estrutura altamente sofisticada – a *plataforma*, acarretando todos os custos de criação, respectiva manutenção, e posteriores actualizações.

Pelas mais diversas razões, muitos IFs optam por “subcontratar” estes serviços de investimento, sendo a entidade gestora quem fornece a infra-estrutura. Como veremos adiante, ao abrigo do “white labelling” (v. *infra*), o IF que recorre a este serviço, irá disponibilizar um serviço de investimento aos seus clientes, apresentando a plataforma electrónica de negociação como sendo sua. Ora, para apresentar esta infra-estrutura, o IF realiza como que um *rebranding*⁷⁴ do ambiente de trabalho da plataforma⁷⁵.

No âmbito das suas obrigações a entidade gestora compromete-se a fazer as actualizações desta infra-estrutura quando tal se demonstrar relevante para a plataforma

⁷² RUY ULRICH, *Da bolsa e suas operações*, Coimbra, 1911, p.477.

⁷³ No WLA, “X has developed an internet based trading system which enables its clients to trade (...) securities, futures and other financial products”.

⁷⁴ Vide, COMMITTEE ON THE FINANCIAL SYSTEM, *The implications of electronic trading in financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

⁷⁵ Tal como resulta dos WLA “branded trading platform shall mean a branded version of the trading platform provided to clientes of White Label Partner”.

que o IF apresenta aos seus clientes, bem como para os instrumentos financeiros aí negociados⁷⁶.

Frequentemente, a entidade gestora da plataforma encontra-se sediada noutro país, o que poderá levantar alguns problemas. Na maioria dos casos em que isto acontece, as entidades gestoras encontram-se registadas junto da CMVM para serviços de investimento, em regime de Livre Prestação de Serviços⁷⁷. Ao estabelecer uma relação com a entidade gestora os IFs celebram com esta vários contratos, *i.a.* ITA e ISDA MA, uma cláusula típica destes contratos será aquela na qual é estipulada a lei aplicável. O ISDA MA encontra-se sujeito à lei inglesa, ao passo que o ITA está, em regra, sujeito à lei do país onde se encontra sediada a entidade gestora.

Não obstante, caso se entenda que estes contratos tenham sido executados em Portugal, poderá haver lugar à aplicação de certas disposições imperativas da lei portuguesa, tal como resulta do n.º 3 do art.9.º, Regulamento Roma I. No mesmo sentido, o artigo 3º n.º 1 do CVM determina que as normas imperativas do CVM “aplicam-se se, e na medida em que as situações, as actividades e os actos a que se referem tenham conexão relevante com o território português”. De acordo com o n.º 2 da mesma disposição, “considera-se que têm conexão relevante com o território português, designadamente: (...) b) As actividades desenvolvidas e os actos realizados em Portugal; c) A difusão de informações acessíveis em Portugal que digam respeito a situações, a actividades ou a actos regulados pelo direito português.”

No seguimento do *supra* exposto, cumpre ainda mencionar o documento publicado pela CMVM em Janeiro de 2000 intitulado “Entendimentos e Recomendações da

⁷⁶ “X undertakes to update the Branded trading platform when the equivalent trading platform is updated in as far as such updates are relevant to the branded platform and the products traded according to this agreement”.

⁷⁷ “Tal como o direito de estabelecimento, a livre prestação de serviços apresenta um duplo conteúdo(62): o direito de prestar os serviços a um destinatário de outro Estado-membro, nas mesmas condições que esse Estado-membro impõe aos seus próprios nacionais, *i.e.* o direito de prestar serviços transfronteiriços; e o direito de não ser discriminado, sendo-lhe aplicáveis as mesmas condições que o Estado-membro de acolhimento impõe aos seus próprios nacionais”, BRUNO FERREIRA, “Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços”, *ROA*, vol.I/II, 2009, disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=84043&ida=84108.

CMVM sobre a Utilização da Internet”⁷⁸, onde consta uma série de situações em que, na prestação de um serviço de investimento através da internet, se considera que há conexão relevante com a ordem jurídica portuguesa, em particular: a “possibilidade de o sítio em causa permitir o acesso directo de residentes em Portugal a transacções, independentemente de se disponibilizarem formas de pagamento”, que é o caso das plataformas de negociação electrónica. Ora, afigura-se-nos de forma clara que há uma efectiva conexão relevante entre os serviços prestados pelas entidades gestoras e os IFs em território português, para efeitos do art. 3º do CVM.

No entanto, cumpre salvaguardar que, ainda que haja conexão relevante para efeitos do artigo 3º CVM, nos termos do Considerando 32 e do artigo 31º da DMIF, cabe, por princípio e em especial no caso da Livre Prestação de Serviços, ao Regulador do Estado-Membro de origem, a responsabilidade pela supervisão das regras de conduta das empresas de investimento, sendo que os Estados Membros estão impedidos de impor quaisquer obrigações adicionais às empresas de investimento que actuem no seu território sob o regime de Livre Prestação de Serviços, relativamente às obrigações que lhes são aplicáveis nos seus países de origem, no que diz respeito às matérias cobertas pela DMIF.

Consequentemente, caberá às autoridades de supervisão do País da entidade gestora e não à CMVM o *enforcement* dos deveres de conduta a que as entidades gestoras se encontram vinculadas no âmbito do exercício da sua actividade em território português em regime de Livre Prestação de Serviços. Todavia, na medida em que, em cada caso concreto, se encontrem observados os elementos do artigo 199º-F n.º 1 do RGICSF, haverá motivos claros e demonstráveis para crer que as entidades gestoras, relativamente à sua actuação ou operação em Portugal ao abrigo da Livre Prestação de Serviços, infringem disposições legais ou regulamentares da competência das autoridades de supervisão do país de origem, tendo a CMVM o dever de notificar as mesmas desses factos, de modo a que estas tomem as medidas que entenderem necessárias. Ao abrigo do fenómeno do “white labelling” as entidades gestoras viabilizaram a proliferação das plataformas de negociação electrónica. Com efeito, é cada vez mais fácil para os investidores acederem a tipo de serviço de investimento, o que, por sua vez, chama a atenção para a necessidade de maior protecção do investidor.

⁷⁸ Disponível em

http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Pages/recomendacoes_internet.aspx.

Esta necessidade prende-se também com o facto de a verdadeira contraparte do investidor ser a entidade gestora da plataforma e não o IF com quem contrata directamente⁷⁹. *De facto*, o investidor muito dificilmente poderá compreender quem é que efectivamente lhe presta o serviço. Isto assume especial relevância no âmbito do modelo *Market Maker*, onde o sistema de *pricing* dos produtos é da responsabilidade do próprio IF⁸⁰. O serviço fornecido ao abrigo do “white labelling” poderá conduzir a uma opacidade destes serviços junto dos investidores, já que existe uma dificuldade acrescida na avaliação dos riscos em que estes incorrem, em particular, o risco de contraparte. Tudo isto, não obstante o facto de os IFs serem responsáveis perante os clientes pelas falhas existentes no serviço de investimento que disponibilizam através das plataformas de negociação electrónica, independentemente da propriedade da mesma.

Antes de passarmos ao próximo ponto, gostaríamos de esclarecer a configuração das relações que se estabelecem nas plataformas de negociação electrónica, de maneira a que o encadeamento lógico do raciocínio que se segue seja inteligível. Ora, por um lado, temos a relação que se estabelece entre o IF e o investidor não qualificado, por outro, a relação entre o IF e a entidade gestora da plataforma, ao abrigo do fenómeno do “white labelling”. Com efeito, tudo isto se traduz numa cadeia de relações com uma dimensão dicotómica. No âmbito objectivo deste capítulo, trataremos de aferir a natureza e qualificação jurídica das relações que se estabelecem entre os sujeitos contraentes.

⁷⁹ Vide RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

⁸⁰ *Ibidem*.

ÂMBITO OBJECTIVO

1. DOS CONTRATOS DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

Ora, os contratos de intermediação financeira são o instrumento em que se materializa a *autonomia da vontade*, assentindo o encontro da oferta e da procura, harmonizando assim a vontade entre aqueles que viabilizam o investimento e aqueles que procuram investir⁸¹.

Por maioria de razão, os contratos de intermediação financeira são “*negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de actividades de intermediação financeira*”⁸². Constituem assim uma categoria contratual autónoma, representando um conjunto ou classe de contratos financeiros que se encontram subordinados a um regime jurídico mínimo comum⁸³ (325.º e ss. CVM). São ainda verdadeiros contratos comerciais. Esta é a posição sustentada por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, à qual aderimos.

Enquanto veículos instrumentais do exercício da intermediação financeira, estes contratos têm por objecto imediato a *prestação de serviços de intermediação*. Neste sentido, estamos perante uma categoria jurídica aberta, onde os tipos contratuais que o legislador previu não abarcam toda a multiplicidade de contratos de investimento que a prática financeira reconhece. Desta forma, a grande maioria dos contratos celebrados

⁸¹ “A intermediação no mercado de valores mobiliários deve ser entendida num sentido muito amplo, que contempla o conjunto de actividades dirigidas ao relacionamento da oferta e da procura com vista ao adequado funcionamento do mercado. Este conceito é de inspiração económico-financeira, não correspondendo a qualquer categoria ou agregado conhecido no vocabulário do direito comum. Assim se compreende que nele se integrem actos que juridicamente se qualificariam como prestação de serviços, mediação ou mandato mas também outros que são exercidos pelos intermediários financeiros por sua própria conta.” CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997, pág. 292.

⁸² JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os contratos de intermediação financeira”, in *boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, volume LXXXV, Coimbra, 2007.

⁸³ JOSÉ QUEIRÓS DE ALMEIDA, “Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, Novembro de 2006, disponível em www.cmvm.pt.

entre os IFs e clientes para as plataformas é reconduzível ao *macrotipo* contratual de *prestação de serviços*.

1.1. DOS CONTRATOS DE ACESSO À PLATAFORMA

Os contratos celebrados entre os IFs e os investidores não qualificados, constituem contratos de adesão. Sendo contratos padronizados através de cláusulas contratuais gerais, está em causa a inexistência de negociação, elaboração prévia das cláusulas, *i.e.* elaboração inicial e completa das cláusulas contratuais por uma das partes⁸⁴. Com efeito, o destinatário não tem qualquer influência na elaboração destas cláusulas. Neste sentido, há lugar à aplicação do regime das cláusulas contratuais gerais⁸⁵.

Apesar de existirem muitas diferenças nos clausulados dos contratos celebrados entre os IFs e os seus clientes, podemos constatar que, na sua maioria, todos eles consubstanciam a forma de *contratos de ordens sobre instrumentos financeiros*.

Dentro dos contratos de intermediação financeira existem duas grandes classes de contratos: os contratos de investimento e os contratos auxiliares. Os primeiros têm por objecto a prestação de serviços de investimento, tal como resulta do art. 290.º CVM onde, por sua vez, se incluem os contratos de recepção, transmissão e execução de ordens. Os contratos auxiliares visam a prestação de serviços auxiliares anteriores; é em sede de contratos auxiliares que se encontram os contratos de registo e depósito.

Relativamente ao exercício das actividades de intermediação financeira, a doutrina tem adoptado uma distinção tripartida dos modos de actuação: operações de conta alheia, operações de conta própria e prestação de serviços⁸⁶.

No entanto, tal distinção parece bastante relevante para a compreensão da repartição do risco inerente ao exercício das actividades de intermediação financeira. “Nas operações por conta própria o operador suporta o risco de mercado da posição

⁸⁴ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 3ª edição, Almedina, Coimbra, 2005, pág. 174.

⁸⁵ DL 446/85 de 25 de Outubro.

⁸⁶ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997.

assumida, ao passo que nas actividades exercidas por conta alheia quem corre esse risco é aquele (cliente) por conta de quem a actividade é exercida, sendo então de natureza muito diversa o risco suportado pelo intermediário financeiro, fundamentalmente o risco operacional (v.g. má execução) ou jurídico por violação de deveres legais ou contratuais (*máxime*, deveres laterais ou de protecção)⁸⁷.

Os contratos de ordens sobre instrumentos financeiros “*constituem declarações negociais tendentes à celebração de contratos de comissão, de mandato ou de mediação, entre um IF e um investidor para a realização de negócios sobre instrumentos financeiros*”⁸⁸. Assim, no caso das plataformas de negociação electrónica as operações sobre instrumentos financeiros podem ser realizadas pelos IFs por conta alheia (dos clientes ou investidores 290.º, n.º 1 CVM) ou por *conta própria*, actuando como contraparte (290.º, n.º1, e); 346.º CVM).

Nas transacções por conta alheia, estão envolvidas duas categorias de negócios jurídicos: *negócios de cobertura* e *negócios de execução*⁸⁹. Os primeiros são celebrados entre o IF e o cliente, tendo por objecto conceder ao primeiro os poderes necessários para celebrar negócios de execução. Ora, os contratos de intermediação financeira, são assim, um negócio jurídico bilateral pelo qual o IF se vai obrigar à prestação de serviço de intermediação financeira para com o seu cliente.

De acordo com a classificação que distingue negócios jurídicos de cobertura e negócios jurídicos de execução, na esteira da posição de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, entendemos que se justifica qualificar os contratos de intermediação

⁸⁷ Cfr. JOSÉ MANUEL FARIA, “Regulando a Actividade Financeira: As Actividades de Intermediação Financeira – Razões e Critérios Gerais para a Compartimentação”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 15, 2002, p. 275.

⁸⁸ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os contratos de intermediação financeira”, in *boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, volume LXXXV, Coimbra, 2007.

⁸⁹ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, na sua obra “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, distingue entre negócios jurídicos de cobertura e negócios jurídicos de execução. O autor defende ainda que os negócios de cobertura são sempre contratos de mandato ou contratos mistos com uma componente do contrato de mandato, porque têm como efeito comum a obrigação do intermediário praticar negócios jurídicos de execução por conta do seu cliente e o correspondente poder atribuído ao intermediário financeiro para agir por conta de outrem.

financeira relativos a ordens que visam a realização de operações sobre instrumentos financeiros como *negócios jurídicos de cobertura*⁹⁰.

Neste sentido, entendemos que se encontram observados os elementos típicos de uma relação de intermediação, quando um investidor não qualificado assina um contrato de acesso à negociação de instrumentos financeiros, via plataforma de negociação electrónica, sendo que o critério decisivo para a materialização desta relação de intermediação consiste, pois, a nosso ver, na disponibilização exclusiva de um meio de acesso à negociação de determinados produtos num determinado mercado. Este é assim um elemento fulcral para se aferir da existência de uma actuação *por conta*, que estabelece uma relação fiduciária⁹¹. A este propósito, cumpre recordar as palavras de DICK FRASE, em matéria de elementos indiciários de falsas actuações *por conta própria* enquanto contraparte⁹², mormente, usos no mercado relevante: “Are clients expected to shop around for themselves or is the firm seen as providing the cliente with a point of access to the entire market?”⁹³

Gostaríamos ainda de salientar que, a nosso ver, o modo de formação da vontade nas transacções das plataformas de negociação electrónica, não se reconduz ao binómio proposta/ aceitação, dado que este esquema tradicional é insuficiente para clarificar a realização de operações de compra e venda de valores mobiliários. Ora, atendendo a harmonização entre as expectativas de execução e as condições existentes no mercado, bem como o papel dos sistemas informáticos, analogamente às ordens de bolsa⁹⁴, não se

⁹⁰ Vide FÁTIMA GOMES, *Contratos de Intermediação Financeira: sumário alargado*, Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Mário Júlio Brito de Almeida e Costa 2002, pág.582.

⁹¹ Na terminologia anglo-americana *dependence*, cfr. DICK FRASE, *The legal nature of the client services relationship*, in *Law and Regulation of Investment Management*, Sweet & Maxwell, Londres, 2005, págs. 20 a 29. Acerca da relação fiduciária na doutrina portuguesa vide ANDRÉ FIGUEIREDO, *Negócio Fiduciário Perante Terceiros com especial aplicação na gestão de valores mobiliários*, Dissertação para Doutoramento em Direito Privado pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Lisboa, 2011.

⁹² “Own account counterparty business”.

⁹³ DICK FRASE, “Conduct of Business Standards - Best Execution”, in Matthew Elderfield, *A Practitioner's Guide to MiFID*, 1.ª ed., Londres: City & Financial Publishing, 2007, 185-212, pp. 185 e 186.

⁹⁴ PAULA COSTA E SILVA, “Compra, Venda e Troca”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pág. 243 a 266.

nos afigura possível que este modelo seja reconduzido ao esquema tradicional proposta/aceitação. Estes sistemas poderão ser definidos como “o conjunto de meios técnicos estruturados pela entidade gestora, que potencia a aproximação das ordens”⁹⁵.

No que concerne ao sentido de tipicidade e atipicidade dos contratos⁹⁶, note-se, que ao abrigo do exercício da liberdade contratual as partes são livres de ajustarem os seus interesses como lhes aprouver, sem ficarem limitadas aos contratos tipificados, *i.e.* àqueles que se encontram previstos e regulados na lei. Esta faculdade encontra-se prevista expressamente no nosso ordenamento jurídico, no art.405.º do CC. Com efeito, é recorrente a distinção doutrinária entre contratos típicos e contratos atípicos, seja entre contratos reconduzíveis a um tipo ou espécie legalmente previsto e regulado, e ainda, contratos não reconduzíveis a nenhuma espécie ou tipo de contratos com disciplina legal.

Contudo, aproveitando o carácter polissémico da palavra “tipo” e saindo do campo da dogmática jurídica, os contratos apesar de legalmente atípicos, podem ser socialmente típicos⁹⁷. Basta, para o efeito, que desempenhem um função económico-social⁹⁸, que estejam difundidos na prática negocial e exista de alguma forma recepção pela ordem jurídica⁹⁹.

⁹⁵ AUGUSTIN MADRID PARRA, “La contratación electrónica”, in *Estudios Jurídicos en Homenaje al Professor Aurélio Menendez*, tomo III, Madrid, 1996.

⁹⁶ RUI PINTO DUARTE, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coleção Teses, Almedina, 1998, em especial pág. 17 ss.

⁹⁷ Num sentido diferente MARIA HELENA BRITO, segundo a qual “só poderá falar-se de contratos atípicos em relação a contratos absolutamente novos, que não correspondam, nem aos tipos legais, nem a qualquer dos tipos sociais aceites em determinada ordem jurídica. Contratos atípicos são aqueles que, não sendo realizados de forma reiterada e não tendendo a ser novas figuras contratuais com carácter permanente e geral, se apresentam de forma isolada e esporádica, e em relação aos quais não existe uma disciplina legal e social concreta; são contratos que, pela sua estrutura nova e original não podem ser reconduzidos nem aos tipos legais nem aos tipos sociais.” – MARIA HELENA BRITO, *O Contrato de Concessão Comercial*, Almedina, Coimbra, 1990, pág. 169 ss.

⁹⁸ “Na estrutura do contrato, a função económico social é o elemento que indica a sua finalidade metajurídica, fundamental e global”, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “A função económico social na estrutura do contrato”, in *Estudios em memoria do professor doutor José Dias Marques*, Almedina, 2007. Ainda acerca da função económico-social dos contratos, *vide* CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Texto e enunciado na teoria do negócio jurídico*, vol. II, 1992, págs. 496 a 548.

⁹⁹ MARIA HELENA BRITO, *O Contrato de Concessão Comercial*, Almedina, Coimbra, 1990, pág. 169 ss.

Os contratos em causa, em parte, são reconduzíveis àqueles que são típicos, mas ao analisarmos estes contratos com maior precisão constatamos que também poderão ser reconduzidos a outros tipos legais. Consequentemente estamos perante contratos mistos, pelo que deverão ser tidos como atípicos¹⁰⁰.

1.1.1. NEGÓCIOS JURÍDICOS DE COBERTURA

Atendendo ao que aferimos anteriormente, cumpre indagar acerca destes negócios jurídicos. Com efeito, os contratos celebrados entre os IFs e os investidores, têm como *nomen iuris* *contratos de ordens sobre instrumentos financeiros*. Esta relação nasce assim sob a égide da função integradora das ordens emitidas, pelo que pode ser considerada como um *contrato-quadro*, verificando-se a sua junção com o negócio jurídico unilateral que é a ordem e que vincula o IF a realizar transacções de valores mobiliários.

A figura do contrato-quadro ou relação de cobertura, vai servir de base à subscrição ou transacção de valores mobiliários. Por sua vez, a subscrição ou transacção de valores mobiliários é considerada um negócio de execução da relação de cobertura, consubstanciando estas operações de conta alheia, uma vez que nesta situação o IF age no interesse e *por conta* dos seus clientes, pelo que é na esfera jurídica destes que se irão repercutir as consequências. As ordens para a execução de operações sobre valores mobiliários são negócios jurídicos unilaterais. Umhas vezes têm a natureza de propostas contratuais que, sendo aceites, dão lugar à formação de contratos de mandato; outras vezes são emitidas ao abrigo de contratos-quadro (os contratos de mandato pré-existent), pelo que não pode, em bom rigor, o IF aceitá-las ou recusá-las, mas simplesmente executá-las, ou não, assumindo na segunda hipótese as consequências do incumprimento, se tais ordens se contiverem no âmbito das obrigações assumidas como mandatário.

O dever de aceitação e execução das ordens tem fonte legal directa, pelo que a recusa injustificada de uma ordem só constituirá incumprimento de uma obrigação contratual se o ordenador a emitir no âmbito de um contrato de gestão de carteira, de

¹⁰⁰ RUI PINTO DUARTE, “Contratos de intermediação financeira”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, disponível em www.cmvm.pt.

registo ou depósito de valores mobiliários. Em qualquer outra hipótese, ainda que exista relação de clientela em sentido estrito, a recusa injustificada tem natureza de incumprimento do dever legal, *ex vi* art. 326.º.

O regime legal das ordens relativas a instrumentos financeiros encontra-se previsto nos artigos 325.º a 334.º CVM, 4.º, n.º 1, e) do RGIC e 21 a 31.º do regulamento da CMVM 2/2007. Ora, os negócios jurídicos de cobertura *são aqueles que se celebram entre os IFs e os seus clientes, mediante os quais estes conferem àqueles poderes para celebrar negócios jurídicos de execução.*

Os contratos de ordens¹⁰¹ são sempre negócios jurídicos unilaterais dirigidos à formação de contratos dos quais decorre, em certos casos, obrigação de contratar por parte dos IFs. Com efeito, *negócios jurídicos de cobertura* são portanto sempre contratos de mandato ou contratos mistos com uma componente de contrato de mandato, porque têm como efeito comum a obrigação de o IF praticar negócios jurídicos de execução por conta do seu cliente e o correspondente poder atribuído ao IF para agir por conta de outrem. No caso concreto, estamos perante contratos de *mandato sem representação*, pelo que os negócios jurídicos de cobertura consubstanciam um *contrato de comissão*¹⁰². Tal como resulta do CComercial, *ex vi* art.266.º, “dá-se contrato de comissão quando o mandatário executa o mandato mercantil sem menção ou alusão alguma do mandante, contratando por si e em seu nome, como principal e único contraente”¹⁰³. A estes contratos aplicam-se as normas próprias do CVM e, supletiva e sucessivamente, as disposições do CComercial arts. 266.º e ss, e do CC, arts.1180.º e ss.

¹⁰¹ À semelhança do que acontece nas ordens de bolsa, cfr. AMADEU JOSÉ FERREIRA, “Ordem de bolsa”, *ROA*, 1992, pág. 467 ss.

¹⁰² “O contrato de comissão supõe, na sua essência, que entre o comitente e o comissário se produzem os mesmo direitos e obrigações que entre o mandante e o mandatário”, Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 15-3-1968.

¹⁰³ O mandato mercantil assume inequivocamente a feição de um instituto profissional, no qual o mandatário constitui usualmente uma pessoa singular ou colectiva que exerce profissionalmente ou empresarialmente o mandato. No mandato mercantil não representativo, que o legislador autonomizou sob a designação de “contrato de comissão” (arts. 266.º a 277.º CComercial), o mandatário pratica aqueles actos em seu próprio nome, embora por conta do mandante, assumindo directamente perante terceiros os direitos e obrigações deles emergentes. Quanto às obrigações, em geral, são muito semelhantes às do direito civil, máxime obrigação *del credere* do mandatário, que pode ter como fonte,

Atendendo ao regime do CVM, os negócios jurídicos de cobertura, serão um negócio de formação complexa, na medida em que a ordem tem *per si* uma auto-suficiência jurídica, que viabiliza a sua caracterização enquanto negócio jurídico unilateral, por força da existência de liberdade de celebração e liberdade de estipulação.

No que concerne às várias posições doutrinárias quanto a estas matérias, cumpre frisar que a posição defendida por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA representa a posição maioritária¹⁰⁴, ao defender que os negócios jurídicos de cobertura seriam sempre contratos de mandato ou contratos mistos com uma componente do contrato de mandato. No mesmo sentido, FÁTIMA GOMES¹⁰⁵, sublinha que o CVM aponta inequivocamente para a tese do mandato sem representação¹⁰⁶.

1.1.2. NEGÓCIOS JURÍDICOS DE EXECUÇÃO

De acordo com *supra* exposto, há que salientar a importância dos *negócios jurídicos de execução*, dado o seu papel fulcral no âmbito das plataformas de negociação electrónica. Recorde-se que por forma a concretizar a obrigação que subjaz a ordem recebida pelo cliente, o IF irá recorrer a outro IF, mais concretamente à entidade gestora da plataforma, para que a ordem seja executada. Ao invés dos negócios de cobertura, em que o elo da cadeia a que nos referimos se estabelece entre o IF e o investidor, aqui encontramos numa outra vertente, na medida em que a relação se

para além do contrato, os próprios usos comerciais, art. 269.º CComercial. Vide, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos contratos comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009, pág. 363.

¹⁰⁴ Para uma posição alternativa, LUÍS MENEZES LEITÃO, “Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra, 2000.

¹⁰⁵ FÁTIMA GOMES, “Contratos de Intermediação Financeira: sumário alargado”, *Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Mário Júlio Brito de Almeida e Costa*, 2002, pág. 582

¹⁰⁶ O mandato é um contrato consensual, na medida em que a lei não o sujeita a nenhuma forma solene, poderá ainda ser um contrato sinalagmático imperfeito quando gratuito, todavia não é o caso. Note-se que na situação aqui controvertida, presumir-se-á sempre oneroso, dado que é exercido no âmbito da profissão do mandatário, cfr. MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo IV, Almedina, 2005, pág. 57 ss.

estabelece entre o IF e a entidade gestora da plataforma, não havendo qualquer ligação entre o *end-user* e a entidade gestora da plataforma.

Frequentemente o IF não se encontra em condições jurídicas ou fácticas de realizar directamente os contratos de execução, encarregando outro IF de lhes dar execução. Cada um destes negócios poderá denominar-se de *negócio intercalar ou intermédio*. Estes são simultaneamente contrato de execução (do contrato de cobertura) e contrato que dá cobertura ao contrato seguinte. As soluções clássicas são substituição do mandato e da comissão, ou, comissões sucessivas.

Na generalidade dos casos a figura da substituição não é compatível com as circunstâncias próprias das transacções em conta alheia sobre valores mobiliários.

Ademais, não há substituição quando o mandatário encarrega outra pessoa da realização de operações necessárias para a execução do seu mandato sem indicação do nome do seu mandante. Nestas situações, o primeiro IF, agindo em nome próprio, celebra com o segundo um contrato pelo qual este se obriga a praticar um ou mais actos jurídico-comerciais *por conta* do primeiro. Trata-se portanto de um contrato de mandato que, de acordo com a natureza dos poderes conferidos, será um contrato de comissão¹⁰⁷.

Este contrato é juridicamente autónomo em relação àquele que o primeiro IF celebrou com o seu cliente e mandante, embora constitua o meio de cumprimento assumido pelo mandatário. Ao atermo-nos que aquilo que está em causa é o cumprimento do objectivo da ordem recebida e não o meio para a sua execução, será pacífico aceitar que o IF que recebe a ordem, a execute mediante uma outra ordem emitida em nome próprio, cujo objecto é o mesmo ou, ainda mais amplo, quando resultar do agrupamento de várias ordens de clientes¹⁰⁸.

Atendendo ao *supra* exposto, reiteramos que a tese das comissões sucessivas será a mais adequada ao caso das plataformas de negociação electrónica, e aquele que melhor caracteriza aquilo que ocorre ao abrigo do “white labelling”, tal como veremos adiante.

¹⁰⁷ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997, pág. 302 ss.

¹⁰⁸ Ora, tal como vimos no ponto 1 do Capítulo III, o IF agrupa as contas dos seus clientes numa *omnibus account* junto da entidade gestora da plataforma.

2. DO “WHITE LABELLING” EM ESPECIAL

No seguimento do *supra* exposto, a contratação de instrumentos financeiros em plataformas de negociação electrónica é passível de ocorrer mediante uma miríade de formas. Neste sentido encontramos várias conformações, desde aquelas em que existe um contrato assinado entre o IF e o investidor final com vista a proporcionar-lhe o acesso à plataforma e, àquelas em que não existe um contrato celebrado entre o IF e o investidor final, cujo objectivo seja disponibilizar a acesso à plataforma. Nestas últimas não se encontram, *a priori*, preenchidos os elementos típicos de uma relação de intermediação entre o IF e o investidor.

Ora, o fenómeno de “white labelling” encontra-se inserido no segmento em que existe um contrato celebrado entre o IF e o *investidor não qualificado* – “White Label Trading System Agreement” – tendo em vista a disponibilização do acesso à plataforma. No sentido de circunscrever ainda mais esta categoria, constatamos que o “white labelling” ocorre nos casos em que não há coincidência entre o IF e a entidade gestora da plataforma.

O WLA é assim um contrato bilateral, cujo escopo visa regular os termos e condições em que a entidade gestora da plataforma disponibiliza a infra-estrutura – a plataforma – ao IF, estabelecendo assim, *i.a.* regras relativas às obrigações de cada uma das partes, direitos de propriedade, tratamento de dados pessoais, *force majeure*¹⁰⁹, cessação do contrato, lei aplicável e tribunais competentes¹¹⁰.

¹⁰⁹ “Designam-se por cláusulas “force majeure” aquelas cláusulas que exoneram uma das partes contratuais do cumprimento das suas obrigações quando a execução destas se tornou impossível devido a um determinado evento imprevisível, extraordinário e irresistível. Tais cláusulas, bastante divulgadas nos contratos mercantis transnacionais, encontram-se hoje também previstas em diversas fontes internacionais do direito comercial, sejam elas de natureza legal ou autónoma. Relativamente ao respectivo *conteúdo*, é igualmente frequente que aos eventos de força maior seja associado o valor de uma presunção relativa ou *iuris tantum* de impedimento ou impossibilidade de cumprimento do contrato: tal vale por dizer que, verificando um dos referidos factos, a parte devedora se considera exonerada do cumprimento da sua prestação, sem prejuízo de a outra parte poder ilidir a presunção, provando que, no caso concreto, o evento invocado não revestiu carácter imprevisível” – JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos contratos comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009, pág. 311. “Force majeure clauses are importante in counterparty transactions, where they help to mitigate the absolute performance obligations which would

As plataformas disponibilizadas ao abrigo deste tipo de fenómeno, permitem aos investidores um fácil acesso aos mercados a prazo em virtude destes necessitarem apenas de instalar o *software* de negociação, abrir uma conta junto do IF, mediante um procedimento bastante simples, que poderá dar aso a uma protecção insuficiente aos clientes¹¹¹.

A relação que se estabelece no “White Label Trading System Agreement” tem de ser obrigatoriamente articulada com o ISDA MA e ITA (v. *infra*). Estes contratos constituem as bases das relações comerciais que se estabelecem entre o IF e a EG ao abrigo do fenómeno de “white labelling”¹¹². Com efeito, estes contratos são primordiais para a relação que aqui se estabelece, pois, como veremos adiante, eles visam regular os termos exactos das operações de instrumentos financeiros aí negociados, bem como as suas vicissitudes, em especial no que concerne ao seu incumprimento e vencimento antecipado, e ainda, o que respeita, *i.a.* a margens e garantias, custos de financiamento, comissões, execução de ordens.

Ora, o serviço “white label”, consiste assim num IF que para executar a vinculação que decorre do negócio jurídico de cobertura celebrado com o investidor, recorre à entidade gestora da plataforma – que se encontra numa posição estável no mercado¹¹³.

otherwise apply.” – DICK FRASE, *The legal nature of the client services relationship*, in *Law and Regulation of Investment Management*, Sweet & Maxwell, Londres, 2005, pág. 216.

¹¹⁰ Em anexo, um exemplo de *table of contents*.

¹¹¹ Vide RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

¹¹² Em todos os WLA analisados consta a cláusula que consagra isto mesmo - “*The parties to this Agreement have entered into a trading relationship, by signing an ISDA Agreement and a Trading Agreement, which sets out the terms and conditions for all trades entered into between the parties, both on-line via the Trading Platform(s) and off-line*”.

¹¹³ “Greater competition, resulting from lower costs and increased transparency, is putting pressure on dealers’ margins, to which they are responding in different ways. The larger ones may try to compensate for lower margins by chasing more volume; ET can facilitate this by enabling greater scalability. Others unbundle their services and concentrate on certain niches. For instance, they use other dealers to provide a “white label” service to their customers, *i.e.* they keep the customer base but outsource (part of) their trading to a larger dealer”, BIS – *Committee on the Global Financial System, The implications of electronic trading in financial markets*, pág. 2, disponível em <http://www.bis.org/publ/cgfs16.pdf>.

Muitos dos intermediários financeiros com sede em Portugal recorrem a esta técnica, para disponibilizarem estas novas formas de negociação, *i.e.* o acesso a plataformas de negociação electrónica. O WLA visa permitir a utilização de uma infra-estrutura (a plataforma), da entidade gestora da plataforma, de forma personalizada, *i.e.* efectua uma “operação de cosmética” ao realizar um *rebranding* da plataforma. Neste sentido, cumpre frisar o relatório da ASIC – Australian Securities & Investments Commission – “‘*White labelling*’ refers to the practice of a new (...) provider utilising the infrastructure and platform of an existing provider but rebranding it with their own logo, marketing materials, etc. This practice enables new players to enter the market without needing to start from scratch when creating platform and trading infrastructure”¹¹⁴. Assim, o intermediário financeiro é como que um *middleman*, que mediante o WLA poderá disponibilizar aos seus clientes o acesso à negociação através destas infra-estruturas altamente sofisticadas, sem ter que suportar os custos da criação de uma infra-estrutura desta natureza, bem como os riscos adjacentes.

Ora, aqui o IF vai apresentar-se como uma empresa de investimento que participa em cada uma das transacções em nome próprio, embora em substância configure uma contraparte isenta de risco – *riskless principal*¹¹⁵ – interposta entre o comprador e o vendedor relativamente às ordens emitidas pelo investidor. Da própria etimologia do termo, subsumimos a figura do mandato sem representação, *rectius*, contrato de comissão entre o intermediário financeiro – que actua enquanto *riskless principal* – e o investidor.

Este entendimento é inteiramente sufragado pela Comissão Europeia, que configura a actuação do *riskless principal* como actuação por conta do investidor - “In this type of transaction [executing a client order by dealing as a *riskless principal* on behalf of the client], the investment firm will typically deal as principal with its client at

¹¹⁴ ASIC - Australian Securities and Investments Commission, *Regulation Impact Statement: Over-the-counter contracts for difference: Improving disclosure for retail investors*, 2011, disponível em [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/\\$file/rep205.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep205.pdf/$file/rep205.pdf).

¹¹⁵ A título de exemplo, consta dos WLA que “*through the Branded Trading Platform(s) White Label Partner’s clients will enter into trades with White Label partner who acts as principal to these trades and White Label Partner will in turn and on a simultaneous basis enter into off-setting trades with “X” on a principal to principal basis*”.

the same, and on the same terms (as to instrument, time and price (allowing for any spread), as it enters a transaction as principal as a counterparty)”¹¹⁶.

Neste *business model*, o IF ao actuar por conta própria, vai executar transacções simétricas com os seus clientes e as estruturas de negociação. Este esquema é muito frequente na execução de ordens no Reino Unido. Todavia, esta simetria será imperfeita, dado que tipicamente é cobrado um *spread*¹¹⁷.

Em suma, muitos intermediários financeiros conseguiram contornar a necessidade de acarretar todo o investimento que implica o desenvolvimento de uma plataforma própria. Com efeito, têm vindo a multiplicar-se o número de plataformas ao abrigo deste fenómeno. Todavia, este tipo de prestação de serviços poderá conduzir a uma opacidade dos mesmos junto dos investidores, fruto da imensa dificuldade na avaliação dos riscos em que estes incorrem, em particular, o risco de contraparte, pois, em bom rigor, a entidade gestora é a verdadeira contraparte do investidor.

2.1. ISDA¹¹⁸ MASTER AGREEMENT

Actualmente, a maioria das operações de derivados OTC são celebradas ao abrigo de relações bilaterais, entre os agentes do mercado. Tipicamente, o suporte contratual destes negócios são contratos padronizados, elaborados e publicados pelas associações de agentes do mercado. Os mais utilizados e mais populares são os *ISDA 2002 Master Agreement* (ISDA MA). Um ISDA MA contém termos e condições

¹¹⁶ COMISSÃO EUROPEIA, *Best Execution – scope issues under Mifid and the implementing directive*, pág. 5, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/letter-cesr-best-execution_en.pdf.

¹¹⁷ NUNO CASAL, “Best Execution” in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

¹¹⁸ “ISDA was formed in May 1985 by a small group of participants in the nascente international swap markets, including investment banques and commercial banks. ISDA was originally established as the International Swap Dealers Association, and this name indicates ISDA’s origins as a trade association for one particular segment of global financial markets (...) ISDA has stated clearly its objectives in general terms in a mission statement, (...) the Association’s primary purpose is to encourage the prudent and efficient development of the privately negotiated derivatives business”, in JOHN-PETER CASTAGNINO, *Derivatives the Key Principles*, 3ª edição, Oxford University Press, 2009, pág. 187 ss.

aplicáveis a todas as transacções de derivados OTC entre as partes. Tal como vimos anteriormente, no âmbito da relação que se estabelece entre o IF e a EG, é então celebrado um ISDA MA¹¹⁹.

Em 1992 a ISDA publicou duas modalidades do MA: i) o MA *Mutlicurrency – Cross Border* e, o ii) MA *Single Currency - Single Jurisdiction*. Compreensivelmente, o primeiro é francamente mais utilizado do que o segundo. No final dos anos 90 os mercados viveram períodos de grande volatilidade, bem como uma significativa deterioração das condições de crédito. Consequentemente, nestes períodos os *players* preocuparam-se cada vez com as suas relações comerciais. Neste sentido, em 2001 iniciaram-se os trabalhos do projecto de substituição do ISDA de 1992. Assim em 2003 foi publicado o ISDA MA 2002. Este é francamente mais complexo e volumoso que o seu antecessor. Não obstante a sua complexidade e dimensão, é comumente aceite que este MA vem regular de forma equilibrada e flexível as relações bilaterais que se estabelecem no âmbito da negociação de derivados em OTC. O enquadramento do ISDA MA 2002 é aplicável a qualquer tipo de transacção de derivados.

No que concerne à arquitectura do MA, o ISDA MA 2002 não veio trazer quaisquer alterações substanciais. Os ISDA MA estabelecem assim termos e condições gerais passíveis de serem aplicados a todas as transacções de derivados OTC. Com efeito, o MA é um documento padronizado que não poderá ser alterado, sendo que é no *Schedule* que se estabelecem as diferenças ou desvios aos termos e condições gerais do MA¹²⁰, *i.e.* é a parte que se encontra na disponibilidade das partes¹²¹.

Ora, este contrato *standard* que, em regra, pressupõe duas entidades institucionais, é então celebrado entre um IF e uma outra instituição financeira, que temos vindo a apelidar de *entidade gestora da plataforma*¹²². Consequentemente, estas

¹¹⁹ Estes documentos elaborados pela ISDA são documentos *standard* utilizados nos mercados internacionais de derivados há mais de quinze anos.

¹²⁰ BAS ZEBREGS, “Mandatory clearing of OTC derivatives in Europe”, *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 4, n.º 1, pág. 50 ss.

¹²¹ Neste sentido: “*The 2002 Master Agreement is a standard document that should never be marked up or otherwise amended. Instead, the Schedule allows the parties to tailor the operation of the 2002 Master Agreement to reflect their particular circumstances and requirements*”, JOHN-PETER CASTAGNINO, *Derivatives the Key Principles*, 3ª edição, Oxford University Press, 2009.

¹²² Acerca da entidade gestora da plataforma, *vide supra* ponto 3 do âmbito subjectivo do Capítulo II.

duas entidades estabelecem entre si uma relação comercial, no âmbito da qual diversas transacções serão celebradas¹²³.

Assim, o ISDA MA vem regular os termos exactos dessas operações e a suas vicissitudes, em especial no que concerne ao seu incumprimento e vencimento antecipado. “O Master Agreement não pretende ser apenas um clausulado acordado previamente pelas partes (...) pelo contrário constitui condição da celebração do contrato que as diferentes transacções sejam concebidas como parte de um único negócio”¹²⁴ tal como resulta da *Single Agreement Clause* (artigo 1, alínea c) *all transactions are entered into in reliance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (collectively referred to as this “Agreement”), and the parties would not otherwise enter into any transactions*).

Sofia Santos Machado sustenta que a “a ratio desta condição é clara”, pois “numa situação de falência, diversas ordens jurídicas conferem ao liquidatário o poder de optar pelo cumprimento ou não dos contratos bilaterais celebrados pelo falido em momento anterior à falência”¹²⁵.

2.2. INSTITUTIONAL TRADING AGREEMENT

O *Institutional Trading Agreement* é um contrato celebrado entre o IF e a entidade gestora da plataforma, revestindo a natureza de um contrato sinalagmático. Com efeito, este contrato vem regular os termos e condições das operações de negociação, *máxime*, as operações realizadas *on-line* entre o IF e a entidade gestora da plataforma, estabelecendo regras relativas aos instrumentos financeiros a negociar, margens e garantias, custos de financiamento, comissões, execução de ordens, responsabilidade civil, cessação do contrato, lei aplicável e, por último, os tribunais competentes.

¹²³ SOFIA SANTOS MACHADO, “Closed-Out Netting e Set-Off: Da Validade e Eficácia das Cláusulas de Closed-Out Netting e Set-Off nos Contratos sobre Instrumentos Financeiros”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 17, Agosto de 2003, disponível em www.cmvm.pt.

¹²⁴ *Ibidem*.

¹²⁵ *Ibidem*.

As matérias convencionadas no ITA deverão ser articuladas com o ISDA MA, na medida em que a relação comercial institucional que se estabelece carece do apoio das matérias convencionadas no ISDA MA. Note-se que objectivo é possibilitar a negociação de operações de investimento cujo objecto são instrumentos financeiros derivados¹²⁶.

Ora, o ITA juntamente com o ISDA MA¹²⁷, encontram-se na génese das relações comerciais que se estabelecem entre o IF e a entidade gestora da plataforma no âmbito do “White Label Trading Agreement”.

Em suma, na cadeia de relações que se estabelecem em torno das plataformas de negociação electrónica existem duas vertentes¹²⁸: por um lado, temos a relação entre o IF e o investidor sob as vestes de uma mandato sem representação, *rectius*, contrato de comissão, e por outro, a relação entre o IF e a entidade gestora da plataforma que se constitui ao abrigo do fenómeno do “white labelling”. Aferida a natureza jurídica das relações que se estabelecem, cumpre tratar de algumas das obrigações a que os intermediários financeiros se encontram sujeitos. Estas obrigações revelam-se de particular acuidade, na medida em que estão em causa os interesses de investidores não qualificados, que carecem de maior tutela¹²⁹.

¹²⁶ Antes do clausulado do ITA, aparece sempre que “*the parties agree to the trading terms and conditions stated in this Agreement together with the supporting ISDA documentation in support of an institutional trading relationship between the two parties, whereby Institutional Client will engage in on-line investment trading operations with the X.*”

¹²⁷ Vide o ponto anterior.

¹²⁸ Vide ponto 4 do âmbito subjectivo deste capítulo.

¹²⁹ Não obstante, há que salientar que ao “colocarem o seu aforro, os investidores assumem um risco de negócio tendo em vista o lucro”, LUÍS GUILHERME CATARINO, “Direito Administrativo do Mercado de Valores Mobiliários”, in *Tratado de Direito Administrativo Especial*, volume III, Almedina, Coimbra, 2010, pág. 380.

CAPÍTULO IV – DAS OBRIGAÇÕES DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

1. DEVER DE *BEST EXECUTION* NA SUA DUPLA DIMENSÃO: TRANSMISSÃO E EXECUÇÃO

Lato sensu, constata-se que existem dois institutos paralelos no âmbito da *best execution*¹³⁰: i) execução directa de ordens por parte dos IFs (havendo assim acesso directo às estruturas de negociação), tal como resulta do art. 330.º CVM e ii) a transmissão de ordens para execução (mediante outros IFs), de acordo com o preceito insito no art. 333.º CVM, cuja epígrafe é *transmissão para execução nas melhores condições*. Ora, o dever de execução nas melhores condições consiste em empregar todos os esforços razoáveis para obter o melhor resultado possível¹³¹.

O legislador optou pela estranha consagração “no texto legal do n.º 2 do art. 330.º a explicitação da natureza de meios (por oposição à de resultados) deste dever é visivelmente enfática. Com efeito, os deveres a cargo dos intermediários financeiros são, regra geral, deveres de meios informados por um elevado grau de diligência (n.º 2 do art. 304.º), não se justificando assim, por desnecessidade devida ao enquadramento sistemático do instituto, a expressa qualificação da natureza do dever”¹³². Com efeito, estamos perante uma clara *obrigação de meios* e não de resultados por parte do IF, pois “esta colagem ao texto da Directiva é um sinal inequívoco da necessidade sentida pelo legislador nacional de enfatizar que não se trata de um dever de resultado ou garantia”.

Da aplicação dos artigos 330.º e 333.º resulta que um IF pode executar algumas ordens directamente e optar por transmitir outras, estando assim sujeito aos dois deveres. O que implica, *i.a.* a adopção de uma política de execução, de uma política de

¹³⁰ A *best execution* aplica-se a todos os instrumentos financeiros, *vide* Considerando 70 da Directiva 2006/73/CE de Agosto de 2006.

¹³¹ NUNO CASAL, “Best Execution” in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

¹³² *Ibidem*.

transmissão ou de uma política que englobe estes dois aspectos, *i.e.*, uma política de execução e transmissão de ordens para execução nas melhores condições¹³³.

No que concerne ao *dever de execução nas melhores condições*, tal como se encontra previsto no art. 330.º CVM, é comumente aceite que este é desencadeado pela recepção para execução de uma ordem (n.º 2 do mesmo artigo).

Na exposição que se segue iremos circunscrever-nos à aplicação da *best execution* numa lógica de actuação *por conta* de outrem, mormente *riskless principal*¹³⁴, que consubstancia o típico *business model* ao abrigo do fenómeno de “white labelling”.

O IF embora comprando e vendendo sempre de carteira própria (*principal trading*), elimina a sua exposição ao risco de variação do valor dos instrumentos financeiros, realizando sempre operações simétricas entre os seus clientes e o mercado e juridicamente qualificado como *quasi-agency*, está sujeito aos deveres de *best execution*¹³⁵.

De acordo com o art. 4.º da DMIF, o *dever de execução nas melhores condições*, prende-se com a actuação *por conta* para a execução de ordens. A actuação *on behalf of*¹³⁶ vai no sentido do considerando n.º 33, onde se esclarece que os IFs têm deveres de protecção do interesse dos clientes¹³⁷. No parecer sobre *best execution*¹³⁸, a Comissão sustenta que este dever que impende sobre os IFs não se encontra sujeito à existência de uma relação de *agency* no direito nacional dos Estados Membros.

¹³³ *Ibidem*.

¹³⁴ “The firm is authorized by its client to go into the market and execute a transaction in the firm’s own name as principal. At the same time, it executes a matching back-to-back trade on identical terms with its client, thus eliminating any price risk to itself. The price and other characteristics of the contract which the firm obtains in the market are passed straight back to the client, and the client relies on the firm to do its best for him when securing that in-market trade. So although it contracts as principal, the firm has the same duty to act on behalf of the client with due care and skill as would be the case in an agency execution”.

¹³⁵ DICK FRASE, “Conduct of Business Standards - Best Execution”, in Matthew Elderfield, *A Practitioner’s Guide to MiFID*, 1.ª ed., Londres: City & Financial Publishing, 2007, 185-212, pág. 186.

¹³⁶ Actuação *por conta* na terminologia inglesa.

¹³⁷ “contratual or agency obligations are owed by the firm to the client”.

¹³⁸ COMISSÃO EUROPEIA, *best execution – scope issues under MIFID and implementing directive*, 2007.

Grosso-modo, as políticas de execução e transmissão de ordens devem reflectir os critérios estabelecidos no n.º 1 do art. 331.º CVM, os quais passo a citar: i) características do cliente, ii) as características da ordem, iii) as características dos instrumentos em causa, bem como iv) as características das estruturas de negociação relevantes.

Relativamente às estruturas de negociação, cumpre mencionar que a plataforma é ela própria a estrutura de negociação. Consoante as respectivas condições de funcionamento, as plataformas de negociação electrónica, poderão ser reconduzidas a dois *business models*: *Market Maker* (MM) e *Direct Market Access* (DMA).

No que concerne ao modelo MM, há que salientar que o preço dos produtos é definido pela entidade gestora da plataforma de negociação, sendo prática reiterada a incorporação de um *spread*, que conseqüentemente altera o preço em comparação com o preço cotado em bolsa. A entidade gestora da plataforma assume a posição de criador de mercado, difundindo os seus próprios preços para toda a oferta. Em geral, os preços seguem os preços formados em mercado para os activos subjacentes.

Neste tipo de modelo, à partida o investidor crê que o IF é a sua contraparte final, podendo o primeiro cobrir ou não o risco que assume nas transacções com o segundo. Daqui resulta que sobre o IF poderá recair um elevado risco. Ora, no *business model* MM, os investidores são *price takers* dado que a determinação dos preços é transmitida pelo IF¹³⁹.

Alguma doutrina¹⁴⁰ sustenta que este modelo, no seu estado mais puro, se encontra ausente de uma efectiva actuação *por conta* do cliente. Ora, por conseguinte, sendo reconduzido a um modelo de negociação por conta própria, com base num “pedido de preço” – *request for quote*. Assim, o *request for quote* não consubstancia uma actuação *por conta* do cliente.

¹³⁹ Cfr. RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

¹⁴⁰ Nomeadamente a doutrina anglo-americana, que também denomina este tipo de transacções de “counterparty dealings”, em contraposição aos casos em que o IF presta um serviço ao cliente, verificando-se uma relação fiduciária – *dependence*. cfr. Dick Frase, *The legal nature of the client services relationship*, in *Law and Regulation of Investment Management*, Sweet & Maxwell, Londres, 2005, pág. 20 a 29.

O *business model* das plataformas de negociação electrónica aqui controvertidas, não se reconduz ao *request for quote*, na medida em que ao disponibilizar o próprio acesso a um sistema de negociação via OTC, o IF está a disponibilizar um serviço de *recepção e transmissão para execução de ordens* do investidor.

No caso das plataformas electrónicas de negociação, existe uma entidade, o MM, que vai cotar os preços dos produtos disponibilizados na plataforma, que poderá ou não coincidir com os próprios IFs, mas que no caso concreto de “white labelling”, em que vigora o modelo *riskless principal trading*, onde a própria EG, se assim o entender, poderá optar por recorrer a outros emitentes/*Market Makers*.

Já no modelo DMA, o cliente tem a possibilidade de definir os parâmetros de negociação, *i.e.* preço, contraparte, praça, prazo, quantidade, entre outros, o que faz com que se reconduza à emissão de instruções específicas, mediante a disponibilização, pela entidade gestora da plataforma, do acesso directo ao *order book* do mercado relevante.

É comumente aceite, que neste modelo de negociação, em que existem instruções específicas dadas pelo cliente, o dever de *best execution* se satisfaz com o mero cumprimento da ordem por parte do IF. Este modelo também poderá ser utilizado em mercados OTC, todavia há uma preponderância do modelo MM¹⁴¹.

Ora, no caso concreto, *i.e.* no fenómeno do “white labelling”, entendemos que o dever de *execução nas melhores condições* impende sobre os IFs que intermedeiam as operações. *Prima facie*, o facto de intermediarem as operações poderia sugerir que os IFs não teriam um papel significativo no processo de negociação e, conseqüentemente, a doutrina da *best execution* não seria aplicável. Todavia, afigura-se-nos de forma clara que ainda que o IF na sua actuação *por conta* seja receptor e transmissor de ordens, a transmissão visa sempre a *execução*. Tal resulta da simples leitura da lei, (não querendo com isto dizer que nos ficámos pela escola de exegese), “o intermediário financeiro deve, na prestação dos serviços de gestão de carteiras ou recepção e transmissão de ordens, tomar as medidas necessárias para obter o melhor resultado possível”, *ex vi n.º*

¹⁴¹ Atendendo à amostra de plataformas utilizada para a elaboração deste estudo, não tivemos conhecimento da possibilidade de escolha desta forma de negociação.

1, art. 333.º CVM. Neste sentido, o IF deverá empregar todos os esforços razoáveis¹⁴² para a obtenção do melhor resultado possível, n.º 2, art. 330.º CVM¹⁴³.

2. DA OBRIGAÇÃO *DEL CREDERE*

Atendendo ao que aferimos no capítulo anterior, os IFs encontram-se ligados aos seus clientes, *i.e.* investidores, por contratos de mandato sem representação, *rectius*, contratos de comissão, que consubstanciam negócios jurídicos de cobertura. Deste modo, os IFs encontram-se obrigados perante os seus clientes, os seus mandantes ao abrigo do mandato, a entregar os bens recebidos, *ex vi* alínea e) do art. 1161.º CC ou a transferir para eles os direitos adquiridos em execução do mandato, n.º 1 do art. 1181.º CC.

A obrigação *del credere*, consiste na assunção de garantia perante o mandante pelo cumprimento das obrigações da outra parte. Ora, o IF poderá assumir perante o cliente, a garantia do cumprimento das obrigações assumidas pelas contrapartes dos negócios realizados em execução das ordens daquele¹⁴⁴. Com efeito, poderá ser particularmente relevante que o cumprimento das ordens seja realizado segundo um

¹⁴² Também ao abrigo do dever de *best execution* deverão ser analisadas as cláusulas de repartição de risco ou exclusão de responsabilidade no caso de mau funcionamento do sistema. A este propósito, chamamos à colação as directrizes da Eusipa (*European Structured Products Association*, disponível em <http://www.eusipa.org/>) sobre a matéria: “*In the event of market disturbances or other exceptional circumstances, Issuers may suspend trading in their Structured Investment Products. However, they shall use their best efforts to ensure that trading can be resumed as soon as possible and, if necessary and possible, establish telephone trading facilities to established counterparties to ensure an efficient order routing process, especially in case of technical disturbances. This applies especially in the case of a failure of the technical systems of an Issuer and its appointed service providers*”.

A título meramente exemplificativo, *vide* proc. n.º 130175/08.8YIPRT.C1 Acórdão da Relação de Coimbra II – A obrigação de meios deve considerar-se cumprida, mesmo que não se venha a verificar o resultado pretendido e só haverá incumprimento se, nos termos do artigo 798º do CC, se concluir que a prestação não só não foi efectuada com a diligência devida, mas que também foram cometidos erros causais da não verificação do resultado.

¹⁴³ Note-se que os arts. 21.º da DMIF e 44.º a 46.º DMIF 2 encontram transposição no CVM nos arts. 30.º a 333.º.

¹⁴⁴ *Vide* artigo 334.º do CVM.

princípio de execução nas melhores condições – *best execution* – no quadro de uma política de execução de ordens adoptada pelo IF e comunicada atempadamente ao ordenador, artigos 330.º a 333.º¹⁴⁵.

Ora, deste dever resulta que o IF deverá garantir ao seu cliente o cumprimento das obrigações assumidas pela contraparte – *i.e.* quando há uma ordem de venda executada, o IF garante o pagamento do preço; quando há uma ordem de compra, o IF garante a entrega dos valores mobiliários adquiridos. No mercado OTC, esta obrigação releva particular acuidade, na medida em que, atenta a sua reduzida fungibilidade e liquidez, sobressai o risco de contraparte.

Nas plataformas electrónicas negociam-se primordialmente produtos financeiros derivados (CFDs, Forex, ETFs). Como se sabe, na maioria dos casos, a respectiva liquidação é puramente financeira, preenchendo as suas funções de gestão de risco ou de especulação mediante o desembolso de meros fluxos de saldos pecuniários diferenciais¹⁴⁶.

No que concerne às plataformas, o IF encontra-se em sede de transacções de conta alheia, actuando na sua maioria em nome próprio, na medida em que se encontram ligados aos seus clientes por contratos de mandato sem representação¹⁴⁷, *rectius*, contratos de comissão.

¹⁴⁵ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os contratos de intermediação financeira”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, volume LXXXV, Coimbra, 2007.

¹⁴⁶ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Janeiro 2009, pág. 133, 134, 150 e 151. Os derivados configuram, como se sabe, instrumentos financeiros a prazo, tal significando que, no lugar de serem objecto de execução imediata (operações a contado ou “spot”), se caracterizam pela existência de um período de tempo mais ou menos longo, que pode ir de alguns meses a algumas semanas ou dias apenas, entre a data de celebração e a data de execução dos direitos e obrigações deles emergentes (operações a prazo ou “forward”). Esta execução das prestações contratuais de cariz mediato, *i.e.*, na data do seu vencimento, pode ser realizada segundo duas modalidades: uma modalidade física (“physical settlement”), consistente na entrega do activo subjacente contra o pagamento do preço respectivo, ou uma modalidade puramente financeira (“cash settlement”), consistente no mero desembolso do saldo ou diferencial pecuniário, entre o preço do activo fixado na celebração do contrato e apurado no vencimento do mesmo.

¹⁴⁷ Simples autorização para agir por conta do mandante, FERNADO PESSOA JORGE, *Mandato sem representação*, Almedina, reimpressão, 2001.

Neste sentido, após a celebração do contrato o IF encontrar-se-á obrigado perante o mandante a entregar-lhe os bens recebidos (art.1161.º, e) CC) ou a transferir para ele os direitos adquiridos em execução do mandato (art.1181.º, n.º1 CC). Dos contratos de Comissão resultam determinadas responsabilidades para os comissários, como consequência do mandato, pois a “actuação por conta de outrem que caracteriza o comissário significa que os efeitos dos actos que ele pratica em nome próprio deverão ser transferidos totalmente para o comitente; ao comissário apenas pertence a remuneração fixada no contrato para a execução do seu mandato”¹⁴⁸.

É neste momento que se coloca a questão de saber se a estas obrigações acresce a denominada obrigação *del credere*, cujo propósito se prende com a assunção de garantia perante o mandante pelo cumprimento das obrigações da outra parte¹⁴⁹.

Normalmente, tal obrigação só existe quando tenha sido estipulada pelas partes ou, tratando-se de contrato de comissão, quando ela resulte dos usos do CC art. 1183.º e CComercial art. 269.º.

No CdMVM a obrigação *del credere* estava consagrada no art. 183.º. Este texto deveria ser então interpretado como fonte legal de verdadeira e própria obrigação *del credere*. Com efeito, a norma geradora desta obrigação tinha um carácter imperativo, cujo texto legal sugeria e o elemento teleológico confirmava, pois está em causa a eficiência do próprio mercado.

Esta responsabilidade existe apenas perante o comitente directo. Se tiver havido mais do que um contrato intercalar, o comissário interveniente no contrato de execução final responde perante o intermediário financeiro que lhe conferiu poderes para agir; este responde, por sua vez, perante o seu próprio comitente, seguindo-se um encadeamento de responsabilidades até àquela que favorece o comitente inicial. Por isso, se deve entender que a obrigação legal *del credere* abrange também as relações entre intermediários financeiros em transacções por conta alheia.

¹⁴⁸ MARIA HELENA BRITO, *O contrato de concessão comercial*, Almedina, Coimbra, 1990, pág. 7ss .

¹⁴⁹ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997, pág. 302 ss.

Actualmente, encontra-se vigente no nosso ordenamento mediante a sua consagração no art. 334.º do CVM, que versa sobre *a responsabilidade dos ordenadores*. O n.º 1 estabelece que os *intermediários financeiros respondem perante os seus ordenadores*: a) *Pela entrega dos instrumentos financeiros adquiridos e pelo pagamento do preço dos instrumentos financeiros alienados*; b) *Pela autenticidade, validade e regularidade dos instrumentos financeiros adquiridos*; c) *Pela inexistência de quaisquer vícios ou situações jurídicas que onerem os instrumentos financeiros adquiridos*. No preceito incito no n.º2, estabelece-se ainda que *é nula qualquer cláusula contratual contrária ao disposto no número anterior, quando a ordem deva ser executada em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral*.

No âmbito da negociação em plataformas electrónicas, tratando-se de mercados OTC, parece ser de concluir que a obrigação *del credere* pode ser livremente afastada por acordo das partes, pois do art. 334.º CVM pode retirar-se, numa interpretação *a contrario*, que a responsabilidade do IF perante os ordenadores pode ser afastada pela autonomia privada¹⁵⁰.

Note-se, contudo, que, a nosso ver, o afastamento não opera de forma *implícita ou tácita*, sendo, pois, necessário o seu afastamento expresso – assim, se o contrato for omissivo quanto a esse assunto, as disposições constantes do n.º 1 do art.º 334.º do CVM vigorarão plenamente.

¹⁵⁰ À semelhança do que ocorre nos países de tradição anglo-americana, designadamente, no Reino Unido, “in arm’s length or counterparty dealings, the parties operate on a commercially adversarial or caveat emptor basis. This is does not mean that they are seeking to defeat each other, as may be said to be the case in adversarial litigation, where the only restraints on the parties’ conduct are those laid down by court procedure. Rather, a party to an arm’s length transaction must act within the bounds of legally permitted behavior, performing any contractual obligations it has promised to discharge, and refraining from misleading or defrauding the other party”, DICK FRASE, *The legal nature of the client services relationship*, in *Law and Regulation of Investment Management*, Sweet & Maxwell, Londres, 2005, págs. 20-29.

CONCLUSÃO

A negociação via OTC tem novas ferramentas para a contratação de instrumentos financeiros: as *plataformas de negociação electrónica*. No âmbito destas plataformas estabelece-se uma cadeia de relações, com uma dimensão dicotómica, na medida em que num lado da cadeia se encontra a dinâmica entre *investidor e intermediário financeiro* e, por outro, a dinâmica entre o *intermediário financeiro e a entidade gestora da plataforma*.

A relação entre o *investidor* e o *intermediário financeiro* estabelece-se sob a égide de um contrato de acesso à plataforma, que se apresenta nas vestes de um contrato de ordens sobre instrumentos financeiros, que se materializa na *password* dada ao investidor. Esta relação consubstancia um mandato sem representação, *rectius*, comissão. Ora, tudo isto constitui um *negócio jurídico de cobertura*, que visa habilitar o intermediário financeiro a realizar *negócios jurídicos de execução*, *i.e.* concretizar as ordens dadas pelo investidor. É aqui que surgem os “White Label Trading System Agreements”, em que o intermediário financeiro actua em *nome próprio por conta de outrem*, ao abrigo do *business model riskless principal*, transformando-se no ponto de acesso ao mercado que as plataformas constituem.

Consequentemente, sobre o intermediário financeiro impendem os deveres de execução e transmissão nas melhores condições, dado que o critério para aferir estas obrigações é a existência de uma actuação *por conta*, consubstanciada pela actuação do intermediário financeiro enquanto *riskless principal*.

Com efeito, o intermediário financeiro encontra-se obrigado à entrega ou transferência dos bens e direitos adquiridos ao abrigo do mandato. Quando não seja afastada pelas partes, a esta obrigação acrescerá a obrigação *del credere*, onde haverá uma assunção de garantia do cumprimento das obrigações perante o investidor.

Em suma, entendemos que o serviço fornecido ao abrigo do “white labelling” poderá conduzir a uma *ininteligibilidade* destes serviços junto dos investidores, fruto da impossibilidade de realizar uma avaliação dos riscos em que poderão incorrer, pois a verdadeira contraparte dos investidores é a entidade gestora da plataforma.

Numa perspectiva futura, seria pertinente rever as matérias atinentes aos *deveres de informação pré-contratual* dos intermediários financeiros, por forma a assegurar uma

melhor e efectiva protecção dos investidores, garantindo que estes possam conhecer da verdadeira natureza desta forma de contratação de instrumentos financeiros, sob pena incorrerem em perdas muito superiores às do capital inicialmente investido, fruto da alavancagem dos instrumentos financeiros aí disponibilizados.

BIBLIOGRAFIA¹⁵¹

ADAM SMITH, *A Riqueza das Nações*. Calouste Gulbenkian, 4a edição, 2006.

ALAIN CHABOUD, STEVEN WEINBERG, “Foreign exchange markets in the 1990s: intraday market volatility and the growth of electronic trading”, *BIS Papers n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002.

AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Lições de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*, publicado para utilização exclusiva dos alunos, disponível em www.fd.unl.pt. Citação autorizada pelo autor.

AMADEU JOSÉ FERREIRA, “Ordem de Bolsa”, *ROA*, 1992.

ANDRÉ FIGUEIREDO, *Negócio Fiduciário Perante Terceiros com especial aplicação na gestão de valores mobiliários*, Dissertação para Doutoramento em Direito Privado pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Lisboa, 2011.

ANDRÉ DE SOUSA VIEIRA, SOFIA SANTOS MACHADO, “La Contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: El “Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)””, *Revista de Derecho Bancário y Bursátil*, n.º 19, Lex Nova, Valladolid, 2010.

ANDRÉ SANTOS, *Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 42, Agosto 2012, disponível em www.cmvm.pt.

¹⁵¹ Todos os sítios da *internet* foram confirmados no dia 13 de junho.

AUGUSTIN MADRID PARRA, La contratacion electronica, in Estudios Jurídicos en Homenage al Professor Aurélio Menendez, tomo III, Madrid, 1996.

BAS ZEBREGS, “Mandatory clearing of OTC derivatives in Europe”, *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 4, n.º 1.

BRUNO FERREIRA, “Passaporte comunitário bancário: sucursal e livre prestação de serviços”, *ROA*, vol.I/II, 2009, disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=84043&ida=84108.

CARLA DIAS PEREIRA, “Internalização sistemática – subsídios para o estudo de uma nova forma organizada de negociação” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

CARLOS COSTA PINA, *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra 2005.

CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “A função económico social na estrutura do contrato”, in *Estudos em memoria do professor doutor José Dias Marques*, Almedina, 2007.

CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Relação de Clientela na Intermediação de Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra 2001.

CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, LEX, Lisboa, 1997.

CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Texto e enunciado na teoria do negócio jurídico*, vol. II, 1992.

COMISSÃO EUROPEIA, *best execution – scope issues under MIFID and implementing directive*, 2007.

COMISSÃO EUROPEIA, *Consultation on the review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*.

COMITEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives, October 2010, disponível em www.cesr.eu.

COMITEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, 10 June 2009.

CMVM, *Acção de Formação - As Novas Formas Organizadas de Negociação e os Deveres de Transparência*.

CMVM, *Acção de Formação – Categorização de Clientes e o Dever de avaliação da Adequação*, 2007, Lisboa.

CMVM, “Produtos financeiros complexos”, Outubro de 2012, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Brochuras/Pages/Brochuras.aspx>.

DICK FRASE, "Conduct of Business Standards - Best Execution", in Matthew Elderfield, *A Practitioner's Guide to MiFID*, 1.^a edição, Londres: City & Financial Publishing, 2007.

DICK FRASE, *The legal nature of the client services relationship*, in *Law and Regulation of Investment Management*, Sweet & Maxwell, Londres, 2005.

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.

Directiva 2006/73/CE 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 aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

ESMA, Final Report: *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, 2011, disponível em www.esma.europa.eu/.

EDWARD MILLER, SARAH REID, “Legal Considerations when managing counterparty credit risk in OTC derivatives”, in *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 4, n.º 1.

EDWARD SWAN, *Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Lax Int. London, 2000.

FÁTIMA GOMES, “Contratos de Intermediação Financeira: sumário alargado”, in *Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Mário Júlio Brito de Almeida e Costa*, 2002.

FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, “Os Intermediários Financeiros”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Ed., Coimbra, 2000.

FERNADO PESSOA JORGE, *Mandato sem representação*, Almedina, reimpressão, 2001.

GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro*, Almedina, Coimbra, 2008.

GUORON JIANG, NANCY TANG, EVE LAW, “Electronic trading in Hong Kong and its impact on market functioning”, *BIS Papers n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002, disponível em www.bis.org.

HELEN ALLEN, JOHN HAWKINS, SETSUYA SATO, “Electronic trading and its implications for financial systems”, *BIS Papers n.º 7 Electronic finance: A new perspective and challenges*, Basel, 2001, disponível em www.bis.org.

ISDA, Non Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy, 2013, disponível em www.isda.org .

JAMES JACKSON, RENA MILLER, *Comparing G.-20 reform over-the-counter derivatives markets*, Congress Research Service, 2013.

JAVIER GONZÁLEZ PUEYO, “Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado”, in *Boletín de la CNMV*, Trimestre 4, 2009.

JOHN-PETER CASTAGNINO, *Derivatives the Key Principles*, 3ª edição, Oxford University Press, 2009.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Direito dos contratos comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Contratos de intermediação financeira”, in *boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, volume LXXXV, Coimbra, 2007.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os derivados”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, Agosto de 2008, disponível em www.cmvm.pt.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009.

JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “A Protecção do Investidor”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra, 2003.

JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS, *Deveres dos Intermediários Financeiros: Em especial os Deveres para com os Clientes e o Mercado*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Abril de 2000, disponível em www.cmvm.pt.

KAREL LANNOO, DIEGO VALIANTE, “The MiFID Metamorphosis: A new paradigm for market structure”, *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 3, n.º4.

LAURENT CLERC, FRANÇOISE DRUMETZ, FRANÇOIS HAAS, “The influence of structural changes on market functioning and its implications for monetary policy: a focus on the euro area”, *BIS Papers n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002 disponível em www.bis.org.

LUÍS GUILHERME CATARINO, “Direito Administrativo do Mercado de Valores Mobiliários”, in *Tratado de Direito Administrativo Especial*, volume III, Almedina, Coimbra, 2010.

LUÍS MENEZES LEITÃO, *Actividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II, Coimbra, 2000.

MARC HOLLANDERS, “A Look at the rapidly changing market infrastructure supporting the OTC derivatives markets”, *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 4, n.º 1.

MARIA DE LURDES PEREIRA, PEDRO MÚRIAS, “Sobre o conceito e a extensão do sinalagma”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Oliveira Ascensão*, disponível em <http://muriasjuridico.no.sapo.pt/wSinalagmaFinal.pdf>.

MARIA HELENA BRITO, *O contrato de concessão comercial*, Almedina, Coimbra, 1990.

MARIA REBELO PEREIRA, “Contratos de registo e depósito de valores mobiliários – conceito e regime”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º15, Dezembro de 2002.

MARVIN J. BARTH III, ELI M. REMOLONA, PHILIP D. WOOLDRIGDE, “Changes in market functioning and central bank policy: an overview of the issues”, *BIS Papers n.º 12, Market functioning and central bank policy*, Basel, 2002, disponível em www.bis.org.

MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo IV, Almedina, 2005.

NUNO CASAL, “Best Execution” in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007, disponível em www.cmvm.pt.

NUNO CASAL, “ Contratos sobre divisas e instrumentos financeiros (o caso especial dos rolling spot forex contracts)”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 37, Dezembro de 2010, disponível em www.cmvm.pt .

PAULA COSTA E SILVA, *Compra, Venda e Troca*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, (Lex), Lisboa, 1997.

PAULO ALVES, “Milagre tecnológico – Um desafio para os diferentes participantes no mercado de capitais”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 9, Dezembro de 2000, disponível em www.cmvm.pt .

PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2011, Almedina, 2ªedição, Coimbra.

PC HARDING, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, 3rd edition, Pearson education Ltd, 2010, London.

PIERRE FRANCOTTE, DIEGO VALIANTE, KAREL LANNON, *MiFID 2.0 Casting New Light on Europe’s Capital Markets, Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MIFID Review, Centre for European Policy Studies*, Brussels, 18 February 2011, disponível em www.eurocapitalmarkets.org/.

RANDALL DODD, “The Structure of OTC Derivatives Markets”, *The Financier*, Vol. 9, n.º 1-4, 2002, disponível em www.the-financier.com.

RICARDO SILVA, “CFD’s: os riscos da simplicidade”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 40, Dezembro de 2011, disponível em www.cmvm.pt.

ROCCO CORIGLIANO, *L'Intermediazione Finanziaria – Strutture, Funzione e Controlli*, BUP/ Uni. Di Bologna, Bologna, 2002.

RUI PINTO DUARTE, “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º7, Abril de 2000, disponível em www.cmvm.pt.

RUI PINTO DUARTE, *Tipicidade e atipicidade dos contratos*, Almedina teses, Coimbra, 1998.

RUY ULRICH, *Da bolsa e suas operações*, Coimbra, 1911.

R.R. PENNINGTON, *The law of the investment markets*, Oxford, 1990.

SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra 2001.

SOFIA SANTO MACHADO, “Closed-Out Netting e Set-Off: Da Validade e Eficácia das Cláusulas de Closed-Out Netting e Set-Off nos Contratos sobre Instrumentos Financeiros”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 17, Agosto de 2003, disponível em www.cmvm.pt.

Regulamento da CMVM n.º2/2007, Exercício de Actividades de Intermediação Financeira.

Regulamento da CMVM n.º2/2011, Obrigação de reporte de operações realizadas fora de mercado regulamentado referentes a instrumentos financeiros derivados, quando o respectivo activo subjacente se encontre admitido à negociação em mercado regulamentado.

Regulamento da CMVM n.º 2/2012, Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento.

Declaração de Compromisso de Anti-Plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão correctamente identificadas, ao abrigo do artigo 20.º-A do Regulamento do Segundo Ciclo de Estudos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.