



Relatório de estágio na CMVM

O regime de governo de produto da DMIF II – relação triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviços de investimento

Relatório com vista à obtenção do grau de Mestre em Direito e Mercados Financeiros

Orientadores:

Orientação do estágio a cargo do Dr.º Tiago dos Santos Matias, Diretor do Departamento de Supervisão Contínua da CMVM

Orientação do Relatório a cargo do Professor Doutor Lúcio Tomé Feteira, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Ana Lúcia Faria Senra

Lisboa, setembro de 2018

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
NOVA Information Management School

Mestrado em Direito e Mercados Financeiros

**O regime de governo de produto da DMIF II – relação
triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e
serviços de investimento**

Orientadores:

Orientação do estágio a cargo do Dr.º Tiago dos Santos Matias, Diretor do
Departamento de Supervisão Contínua da CMVM

Orientação do Relatório a cargo do Professor Doutor Lúcio Tomé Feteira,
Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Ana Lúcia Faria Senra

“Os seres humanos distinguiram-se de todos os outros seres ao criarem espantosas coleções de objetos, práticas e ideias, conhecidas coletivamente como «culturas».”,

António Damásio, in “A Estranha Ordem das Coisas: A Vida, os Sentimentos e as Culturas Humanas”.

“Pode dizer-se que todos os que pensam o Direito o pensam como elemento da cultura.”,

João Baptista Machado, in “Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador”.

Declaração de Compromisso Antiplágio

Nos termos do artigo 23º do Regulamento do Ciclo de Estudos conducente ao Grau de Mestre em Direito e Mercados Financeiros, da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original. Todas as citações de outros autores estão devidamente identificadas.

Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta de ética e disciplinar.

Lisboa, 14 de setembro de 2018.

Agradecimentos

Ao meu orientador, o Senhor Professor Doutor Lúcio Tomé Feteira pela orientação, disponibilidade e atenção prestada durante esta etapa. À Senhora Professora Doutora Margarida Lima Rego, pela ajuda como coordenadora do Mestrado, na orientação da decisão do estágio e pelo papel de intermediação entre a instituição de ensino e a CMVM.

À CMVM pela oportunidade única, em particular a todos os colaboradores do Departamento de Supervisão Contínua, sem exceção, que me acolheram como parte integrante da instituição, por me acompanharem durante todo o percurso e pelo exemplo como profissionais. Um agradecimento especial ao Dr.º Tiago dos Santos Matias, como orientador de estágio, pela generosidade e apoio prestados durante o estágio, bem como todos os ensinamentos e conselhos sobre a investigação científica e acerca do percurso profissional. Ao Mestre Diogo Ramalheira, pela troca de ideias e partilha dos seus vastos conhecimentos e experiência, sem os quais este trabalho não seria o mesmo. À Dr.ª Joana Mourão, com quem tive oportunidade de colaborar e de aprender.

Um profundo agradecimento a toda a minha família, em especial ao meu pai, mãe e irmãos, por serem a base de tudo. À minha madrinha por ser um exemplo. À família que me acolheu em Lisboa, pelo apoio incondicional, pois sem eles este percurso não teria sido tão maravilhoso. À Célia, pelos discursos e pela paciência na leitura tão diferente da sua área. Às minhas colegas de casa, pelo apoio. À Mariana Justo, pelo apoio, companheirismos, compreensão e por todas as leituras e sugestões sobre este trabalho.

Modo de citar e outras convenções

- I.** O relatório apresentado foi redigido de acordo com as regras do novo Acordo Ortográfico.
- II.** Nas notas de rodapé, as citações encontram-se de modo abreviado, apenas com referência ao autor, ao título e à(s) página(s) respectivas da obra literária. As referências completas às referidas obras, constam na bibliografia com todos os elementos assinalados.
- III.** Os artigos ou partes de livro são, também, citados de modo abreviada, fazendo referência apenas a autor, título do artigo ou parte do livro e página. A referência completa à revista ou livro, número, edição e ano constam da bibliografia.
- IV.** Todas as palavras, expressões e conceitos em língua estrangeira, são expostas em itálico.
- V.** Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos apresentada de seguida, detalha as abreviaturas por ordem alfabética.
- VI.** As denominações apresentadas nos casos de estudos, incluídos no corpo do presente Relatório de Estágio, correspondem às utilizadas na redação dos respetivos Acórdãos.

Lista de abreviaturas, siglas e acrónimos

Ac.	Acórdão (s)
AG	Assembleia Geral
Al.	Alínea
ANC	Autoridades Nacionais Competentes
Art.º	Artigo (s)
ASF	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
BdP	Banco de Portugal
CC	Código Civil
CdVM	Caderno do Mercado de Valores Mobiliários
CE	Comissão Europeia
Cfr.	Conforme
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNSF	Conselho Nacional de Supervisores Financeiros
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código de Valores Mobiliários
DIF	Documento de Informação Fundamental
DL	Decreto-lei
DMIF	Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros
EBA	<i>European Banking Authority</i>
Ed	Edição
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
ESA	<i>European Supervisory Authorities</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
ETF	<i>Exchange-Traded Fund</i>
EUA	Estados Unidos da América
INFE	<i>International Network on Financial Education</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
ITS	Normas Técnicas de Implementação
JOUE	Jornal Oficial da União Europeia
L	Lei
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (acrónimo anglo-saxónico de DMIF)
MiFIR	<i>European Markets in Financial Instruments Regulation</i> (acrónimo anglo-saxónico de RMIF)
MTF	Sistemas de negociação multilateral
N.º	Número

OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OIC	Organismo de Investimento Coletivo
OICVM	Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários
OTF	Sistemas de Negociação Organizados
Q&A	<i>Question and Answer</i>
P / Pp	Página / Páginas
PFC's	Produtos Financeiros Complexos
PI	Petição Inicial
PRIIPs	<i>Packaged Retail Investment and Insurance Products</i>
Reg.	Regulamento
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RMIF	Regulamento de Mercados e Instrumentos Financeiros
RR	Réus
RTS	Normas Técnicas de Regulamentação
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
UE	União Europeia
UP's	Unidades de participação

Declaração de caracteres

Declaro que o presente corpo do Relatório de Estágio, incluindo espaços e notas, perfaz um total 160.865 caracteres.

Resumo

Este Relatório de Estágio tem por base um estudo das alterações do quadro normativo do sistema financeiro, designadamente com a implementação da DMIF II. Este diploma baseia-se na ideia de um sistema financeiro globalizado, tendo como engrenagens da política regulatória a proteção do investidor e a salvaguarda da eficiência do mercado.

Nas últimas décadas e em consequência das crises económicas e financeiras, realizaram-se diversos estudos para apurar as causas das mesmas. Entre as várias conclusões, a necessidade de evolução da política regulatória e da supervisão, foram as principais ilações.

Sendo a DMIF II um diploma muito abrangente, este Relatório tem como principal objetivo o estudo do regime de governo de produto e as suas dimensões, como medidas de mitigação das práticas de *mis-selling* e de combate às assimetrias de informação e da iliteracia financeira. Neste sentido, as normas do domínio do regime de produto ampliaram o campo de visão sobre os instrumentos financeiros e o seu processo de comercialização, ajustado ao ciclo de vida do mesmo. Esta abordagem impõe responsabilidades sobre os intervenientes: o produtor, o distribuidor e o investidor. O legislador reformulou e aprofundou as normas que já vigoravam, destacando-se três dimensões do regime de governo de produto: (i) a estratégia de distribuição; (ii) a definição do mercado-alvo e (iii) do serviço de investimento. As exigências correspondentes a cada uma das dimensões e a conexão entre elas, implicam uma relação de interdependência no cumprimento das normas emergentes da DMIF II.

A compreensão das regras atuais revela-se mais clara através de uma reflexão sobre o passado. A análise de um caso de estudo, em particular de um jurisprudencial, considerando os factos provados e a decisão do tribunal, permite perceber em que aspetos o regulador pretende atuar, para uma evolução benigna da regulação do sistema financeiro e das suas práticas.

Palavras-chave: DMIF II; Governo de produto; Produtor; Distribuidor; Investidor; Estratégia de distribuição; Mercado-alvo; Serviço de Investimento.

Abstract

This internship report is based on a study of the changes of the regulatory framework of the financial system, focused on the implementation of MIFID II. This legislation is based on the idea of a globalized financial system, having as gears of the regulatory policy, the investor protection and the safeguarding the of the market efficiency.

In the recent decades and because of the economic and financial crisis, several studies were conducted to determine its causes. Among some findings, the main conclusion was the need for development of regulatory policy and oversight supervision.

Being the MiFID II is a very embracing legislation, the main purpose of this report is the study of the product governance regime and its dimensions, as measures to mitigate selling and settlement practices for information asymmetries and financial illiteracy. In this sense, as the rules of the product regime increased the perspective about on the financial instruments and their negotiation process, always adjusted to its life cycle. The actors involved are: the producer, the distributor and the investor. The legislator as reformulated and emphasized the actual rules, highlighting the three dimensions of the product governance regime: (i) the distribution strategy; (ii) the definition of the target market and (iii) the investment service. The demands of each dimension and the connection between them imply a relation of interdependence in the fulfillment of the MiFID II emerging norms.

To understand the actual rules, it was necessary a reflection through the past. The analysis of a case study, in particular a jurisprudence situation, the considering proven facts and the court decision, allows to understand in which aspects the legislator intends to act looking forward to an evolution of the financial system control, and its practices.

Key-words: MiFID II; Product Governance; Manufacturer; Distributor; Stakeholders; Distribution Strategy; Target-market; Investment Service.

Introdução

O presente Relatório de Estágio foi elaborado no âmbito do estágio curricular no Departamento de Supervisão Contínua da CMVM, enquanto estudante do Mestrado em Direito e Mercado Financeiros, com vista à obtenção do grau de mestre. Este não pretende ser um mero relato do quotidiano do tirocínio, mas antes uma investigação de um tema de interesse para a instituição e bem assim para os mercados financeiros, o qual se divide em cinco capítulos.

Com este Relatório pretende-se adquirir e ampliar os conhecimentos da área de Valores Mobiliários, que está em constante evolução, pelo que se inicia o corpo do Relatório com o Capítulo I, dedicado à CMVM e aos fundamentos do tema escolhido e o respetivo enquadrado no estágio curricular.

Importa esclarecer que, a relevância deste estudo, em especial do tema em causa, justifica-se pelo impacto da implementação da Diretiva no sistema financeiro e pelo curto hiato temporal que medeia a primeira versão da DMIF, a qual entrou em vigor em 2007, e durante a sua vigência era evidente a necessidade de alteração do quadro regulatório, em especial porque à data se ultrapassava um período de crise financeira, sendo a segunda versão publicada no Jornal Oficial da União Europeia. Ora, as questões que surgiram na sua implementação e a atualidade da Diretiva, fundamentam a necessidade do aprofundamento e reflexão acerca das suas disposições.

De entre todos os temas que se enquadram no âmbito da DMIF II, um deles suscitou diversas dúvidas no sistema financeiro, designadamente o regime de governo de produto, sobre o qual incide este Relatório. Em especial, o governo de produto inclui três dimensões (estratégia de distribuição, definição do mercado-alvo e serviço de investimento), que se distinguem entre elas, mas que compreendem o processo de comercialização dos produtos financeiros. Destas, denota-se uma relação de interdependência entre elas e, como tal, a pedra angular deste estudo é a seguinte questão **“Haverá uma relação triangular e de interdependência da estratégia de distribuição, da definição do mercado-alvo e do serviço de investimento, com impacto nas práticas de mercado?”**.

Face à pertinência do tema e à questão que guia este estudo, no Capítulo II pretende-se abordar a perspetiva causal e o enquadramento regulatório, discriminando os

fundamentos que justificaram as alterações e os diplomas ora vigentes no escopo do governo de produto. As novas diretrizes europeias, emergentes da DMIF II resultam de uma necessidade de colmatar lacunas na regulação da atividade dos mercados financeiros, a qual se evidenciou, em certa medida, com as conclusões de diversos estudos relativamente à iliteracia financeira, as assimetrias de informação e às práticas de *mis-selling*.

Na Europa, o Relatório de *Lamfalussy* apresentado em 2001, expôs uma perspetiva pioneira do sistema financeiro, propondo uma arquitetura legislativa eficaz na regulação do sistema e, em particular, através da proposta de criação de Comitês Europeus de Supervisão e Regulação. Posteriormente, em 2009, o Relatório de *Laroisière*, no contexto da crise económico-financeira de 2007, apresentava medidas que poderiam mudar o paradigma do sistema financeiro à escala global. Por seu turno, foi implementada a DMIF I¹, como primeiro passo na determinação de normas mais concretas para os mercados financeiros, sobretudo para as plataformas de negociação. As práticas enraizadas nos mercados financeiros evidenciavam uma despreocupação com a comercialização de instrumentos financeiros e as consequências decorrentes das mesmas menos adequadas, afigurando-se a real causa que justificou a uma mutação das normas e, por consequência, das práticas. Na comercialização dos instrumentos financeiros a preocupação nuclear era o lucro, o que limitava a ponderação de outros fatores na preparação e efetivação do investimento.

Ora, neste sentido, ainda no Capítulo II, procede-se ao enquadramento regulatório, destacando-se os diplomas implementados, com vista à evolução da regulação e legislação europeia, no campo de ação dos mercados financeiros e serviços prestados. Na Europa, após a publicação da DMIF I, surgiram vários diplomas de alteração e aditamentos. A este, seguiram-se a DMIF II², RMIF³, Diretiva Delegada DMIF II⁴, entre tantos outros diplomas que incluem um conjunto de novos requisitos e reformulam os já aplicáveis. As diretrizes europeias mais recentes vão mais além da preocupação inicial

¹ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, publicada no JOUE n.º 145 de 30/04/2004, p. 1–44.

² Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, publicada no JOUE n.º 173, 12.6.2014, p. 349–496.

³ Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, publicada no JOUE n.º 173, 12.6.2014, p. 84–148.

⁴ Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de abril de 2016, publicada no JOUE n.º 87, 31.3.2017, p. 500–517.

dos deveres de informação e tem na sua base dois deveres fulcrais: o de conduta e o organizacional.

Posteriormente, o Capítulo III dedica-se à especificidade do tema em estudo, isto é, aborda o regime de governo de produto. Mediante a abrangência da DMIF II, esta matéria em particular, envolve um universo de normas que visa melhorar a atividade do mercado, através da modificação de alguns aspetos nas práticas do sistema financeiro, quer na perspetiva do investidor, quer no desenvolvimento saudável da atividade financeira da indústria. Deste “elemento”, a DMIF II, retirámos um “átomo”, que será o núcleo deste estudo – o regime de governo de produto (ou, na designação anglo-saxónica, *product governance*). Das regras aplicáveis antes da DMIF II, à complexidade dos novos requisitos aplicáveis desde 3 de janeiro de 2018, são várias as questões que se colocam e que urgem a um estudo detalhado.

Será, então, analisado o regime de governo de produto, a delimitação das fases da vida do instrumento financeiro e o papel dos intervenientes, com especial enfoque no produtor e distribuidor, pretende-se compreender as obrigações de ambos e a relação entre eles, sem esquecer as premissas iniciais da proteção do investidor e do funcionamento eficiente do mercado e bem assim, enquadrar o investidor como sujeito ativo.

No capítulo IV, são delineadas as três dimensões do regime de governo de produto, a estratégia de distribuição, a definição do mercado-alvo e do serviço de investimento. Na análise da estratégia de distribuição, que densifica as principais modificações neste âmbito e face às práticas de mercado do passado, cuja regulamentação dedicava uma abordagem indireta à questão, ao contrário da base legal atual. Hodiernamente, há referência expressa e direta a esta dimensão e realidades da mesma, determinando requisitos concretos, alterando o padrão dos mercados financeiros. Aquando da distribuição terá sido definida uma estratégia de distribuição, sendo que a questão premente consiste nos pontos de contacto e limitação da definição do mercado-alvo e da estratégia tendo em consideração o serviço de investimento. Em particular, a definição do mercado-alvo implica diferentes exigências e responsabilidades consoante a fase do ciclo de vida do produto e do interveniente responsável por essa. Por seu turno, o serviço de investimento deve ser adequado às restantes dimensões, como ponto de contacto entre quem vende e quem compra instrumentos financeiros. Não dedicaremos este trabalho ao estudo de todos os serviços de investimento, conforme a lista determinada na DMIF II,

apenas analisaremos o tema do ponto de vista dos serviços com aconselhamento personalizado e dos que não prestam aconselhamento.

Do regime de governo de produto e da aplicabilidade do pórtico normativo destacam-se as três dimensões, pelo que importa compreender a relação entre elas e as implicações práticas do cruzamento das gizadas normas. Assim sendo, a questão da relação triangular das dimensões e o seu impacto, apresentada no terceiro parágrafo como pedra angular deste estudo, assenta na compreensão das causas, gizando um percurso analítico do quadro regulatório, bem como das principais e prementes alterações teórico-práticas das três dimensões do regime de governo de produto.

Nesta sequência, um estudo teórico será a base de sustentação da prática, sendo, deste modo, pertinente a indagação de um estudo jurisprudencial, como técnica de interpretação dos novos factos e informações, em comparação com casos passados que motivaram uma rutura para a mudança de paradigma. Na investigação científica e segundo Thomas Kuhn⁵, as descobertas científicas “apresentam um modelo para problemas e soluções a uma comunidade de práticos e experimentalistas”.

Assim, culminamos com o capítulo V, relativo a um acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, mediante factos verificados e provados no passado, que poderiam ter hoje um entendimento divergente, à luz da DMIF II. Este estudo jurisprudencial permitirá reduzir a investigação teórica à realidade, a qual justificou a intervenção regulatória.

A rutura com o passado suscitou diversas questões nos mercados financeiros, o que motiva a decomposição do diploma, de forma a compreender todas as medidas a implementar e as implicações para o futuro.

⁵ Thomas S. Kuhn, “*The Structure of Scientific Revolutions*”, in *International Encyclopedia of Unified Science*, Vol. II, n.º 2, *Foundations of the Unity of Science*, 2.ª Ed..

I – Estágio curricular na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

1. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

A supervisão financeira em Portugal segue um modelo tripartido, que, de acordo com o critério institucional⁶, dispõe de três instituições, o BdP, a ASF e a CMVM. A Lei-quadro das Autoridades Reguladoras⁷, por sua vez, regula a arquitetura institucional da supervisão em Portugal, através da cooperação entre as três entidades (nomeadamente através do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros) e o equilíbrio das várias dimensões de supervisão e regulação financeira. Contudo, à luz do disposto no artigo 3.º, n.º 4 do Preâmbulo do mencionado diploma, não se aplica ao BdP⁸.

No que se refere à supervisão do mercado de capitais, isto é, ao “terceiro vértice do pilar institucional do modelo tripartido de supervisão financeira”⁹, a CMVM foi criada em abril de 1991, aquando da aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários, pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril. Esta instituição tem como funções, a regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros e das entidades que atuam nesse âmbito. De uma forma geral, e de acordo com as disposições dos Estatutos da CMVM¹⁰, a esta incumbe assegurar a estabilidade do sistema financeiro, de forma a mitigar o risco sistémico, contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros, prestar informações e dar resposta a reclamações apresentadas pelos investidores, bem como mediar conflitos entre entidades sujeitas à sua supervisão e investidores e sancionar o incumprimento das disposições do CVM, entre outras funções que lhe são atribuídas pelas disposições legais.

No rescaldo das transformações estruturais do mercado, trata-se de uma instituição cujas funções primam pela autonomia administrativa e financeira, conforme disposto no artigo 1º, números 1 e 2 dos Estatutos da CMVM. No entanto, alguns poderes de

⁶ “Em Portugal, está instituído um modelo setorial de supervisão financeira – na dupla vertente, prudencial e comportamental – composto por três autoridades (...), in “Livro Branco – Sobre a regulação e supervisão do setor financeiro”, BdP, 2016, p. 38. P

⁷ Lei n.º 67/2013, de 28/08, publicada em Diário da República n.º 165/2013, Série I de 2013/08/28 e posteriormente alterada pela Lei n.º 12/2017, de 02/05, publicada em Diário da República n.º 84/2017, Série I de 2017/05/02.

⁸ Em relação a esta instituição, aplica-se a Lei Orgânica do BdP.

⁹ Luís Silva Morais, in “Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia”, 2016, p. 40.

¹⁰ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 08/01, publicado em Diário da República n.º 5/2015, Série I de 2015-01-08 e posteriormente alterado pela Lei n.º 148/2015, de 09/09, publicada em Diário da República n.º 176/2015, Série I de 2015/09/09.

O regime de governo de produto da DMIF II – relação triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviços de investimento

regulamentação e intervenção pública permanecem na esfera governamental, mantendo-se a tutela administrativa, da competência do Ministro das Finanças.

Quanto à estrutura organizativa da instituição, em junho de 2017 ocorreu uma reestruturação interna na CMVM, que dividiu a supervisão em duas áreas, a de entidades e a de mercados, alteração que se pode verificar no organograma infra.

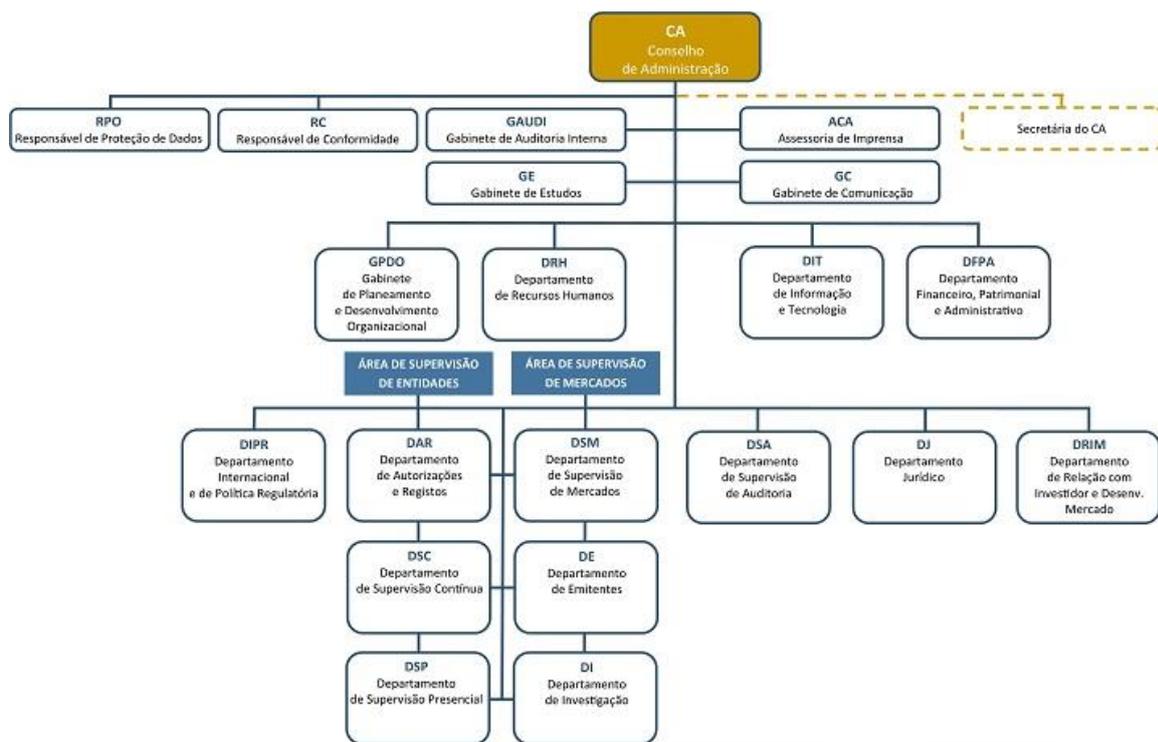


Figura 1- Organograma da CMVM ¹¹

Desta forma, na área de supervisão de mercados surgem três departamentos no organograma: Departamento de Supervisão de Mercados, Departamento de Emitentes e Departamento de Investigação. Na área de supervisão de entidades surgem assim, o Departamento de Autorizações e Registos, o Departamento de Supervisão Contínua e o Departamento de Supervisão Presencial. A autoridade nacional competente, é ainda

¹¹ Publicação da CMVM em - <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Organograma.aspx>.

composta por quatro órgãos: o Conselho de Administração, a Comissão de Fiscalização¹², o Conselho Consultivo¹³ e a Comissão de Deontologia¹⁴.

Por fim, a nível do Direito da União Europeia e no âmbito da supervisão financeira, foi criada, em 1 de janeiro de 2011, a *European Securities and Markets Authority*¹⁵, a Autoridade Europeia de Valores Mobiliários, na qual a CMVM tem um papel ativo. A ESMA integra o Sistema Europeu de Supervisão Europeia¹⁶ e de acordo com o disposto no art.º 1.º, n.º 5 do Reg. (UE) n.º 1095/2010, “[o] objectivo da Autoridade é proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro a curto, médio e longo prazos, em benefício da economia da União, dos seus cidadãos e das suas empresas.”.

2. O Estágio Curricular

No estágio curricular desenvolvido na CMVM, fui integrada no Departamento de Supervisão Contínua, ao qual compete assegurar o cumprimento do quadro regulatório, exigindo uma análise dos riscos associados ao desempenho das funções no âmbito dos mercados financeiros e a fim de mitigar a ocorrência destes riscos, de acordo com os princípios determinados no artigo 358.º do CVM.

No decorrer do estágio, estive em contacto com diversos temas e quadros normativos, como por exemplo a DMIF II, Reg. PRIIPs e EMIR, ao mesmo tempo que frequentei formações internas sobre vários temas de Mercados Financeiros, a título de exemplo enumeram-se duas mais relevantes: (i) “EMIR – deveres de comunicação, de compensação e de aplicação de técnicas de mitigação de Risco”, realizada em 11/10/2017 e (ii) uma sessão de esclarecimentos sobre a DMIF II, que se realizou no dia 20/09/2017.

A nível prático, elaborei uma análise sobre alterações Estatutárias de uma Sociedade Gestora de Fundos, com o objetivo de compreender a matéria de Fundos Coletivos, a

¹² Ao qual foi incumbida a responsabilidade no controlo da legalidade, da regularidade e da boa gestão financeira e patrimonial.

¹³ Ao qual compete a função de órgão de consulta da CMVM.

¹⁴ Este órgão é composto por um membro do Governo responsável pelas Finanças, pelo presidente do Conselho Consultivo e por um membro do Conselho de Administração.

¹⁵ Reg. (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010.

¹⁶ Juntamente com a *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, *European Banking Authority*, o Comité Europeu de Risco Sistémico e as autoridades nacionais competentes dos três setores dos mercados financeiros, de cada Estado-membro.

legislação aplicável, as respetivas atualizações e divisão de competências das ANC, mais concretamente entre o BdP e a ASF. Com a entrada em vigor da DMIF II, no dia 3 de janeiro de 2018, foi necessário preparar um suporte de apoio técnico de supervisão. Neste âmbito, através de uma comunicação interna aos supervisionados, foi solicitado o ponto de situação da implementação das medidas. Entre os tópicos fundamentais, foi extraída a informação relativa ao cumprimento dos deveres, dos prazos associados e das normas que os determinam, bem como quanto aos artigos do CVM que foram revogados. Esta informação é essencial para o quotidiano da Supervisão do Mercado de Capitais e para os técnicos que esclarecem e supervisionam as entidades.

Deste ponto se depreende que o estágio foi a base do presente trabalho e as tarefas realizadas fundamentam a urgência do aprofundamento do tema. A investigação beneficiou de um contacto direto com a preparação para a entrada em vigor da legislação, das questões colocadas à CMVM e ainda, do conhecimento detalhado que os técnicos devem ter sobre o tema e a prática. Para a instituição, espera-se que esta investigação seja útil não só pela relevância do tema, como pela essencialidade da conceção teórica do desempenho das suas competências. Primeiramente pela importância de um estudo que espelha a atividade da mesma e das questões que lhe são colocadas diariamente e, em segundo pelo trabalho quotidiano, o qual irá ao encontro de dúvidas existentes e princípios mais teóricos sobre esta realidade dos mercados financeiros.

O trabalho desenvolvido reflete os conhecimentos obtidos no Mestrado e no Estágio e, ao mesmo tempo, pretende desenvolver e contribuir para o bom desempenho e eficácia do funcionamento dos mercados e da atividade do supervisor.

II – Contextualização

1. As causas

Para contextualizar o tema proposto, iniciamos esta redação pela causalidade do mesmo e respetivo enquadramento normativo.

A história narra a ocorrência de várias crises económicas e financeiras nos últimos trinta anos e, conforme a sua gravidade, suscitaram um debate globalizado que, apesar dos diferentes tipos de crise na sua generalidade, tiveram um forte impacto nos mercados financeiros. A última, de 2007-2009, caracterizada pela volatilidade dos mercados cambiários¹⁷ nos EUA e pela crise de dívida soberana¹⁸ na Europa.

Nos Estados Unidos, a diminuição das taxas de juros entre 1982 e 2006 facilitou a concessão de crédito, impulsionando o endividamento desmesurado das famílias, sobretudo do crédito habitação. Muitos foram os autores que se dedicaram à reflexão sobre este flagelo e entre as várias conclusões havia uma evidência, o problema da iliteracia financeira. O baixo grau de literacia financeira foi uma das causas do endividamento, pois o desconhecimento da área financeira e a terminologia complexa, motivou os agentes económicos a contrair empréstimos e, inclusive, subscrever produtos financeiros sem conhecimento de causa, depositando total confiança a quem se encontrava do outro lado. Do prisma daqueles que não dominam a área e a terminologia financeira, à partida, demonstram mais dificuldades na avaliação dos riscos associados aos serviços e produtos financeiros e da adequação dos produtos às suas necessidades.

Se de um lado há agentes económicos com um nível de literacia financeira baixo, do outro lado encontram-se outros que detém informação detalhada e especializada, como os intermediários financeiros. Um outro fenómeno da informação, associado à proteção do investidor e à eficiência dos mercados, é a assimetria de informação. Considerando os vários intervenientes no negócio e os seus interesses opostos, surgem, em dois momentos

¹⁷ As crises cambiais revelam uma “forte instabilidade das taxas de câmbio resultante de uma forte pressão para a depreciação da moeda e são o resultado de uma perda generalizada de confiança dos agentes financeiros no valor de uma moeda ou mais moedas”, in “*Economia Monetária e Financeira*”, vários autores, p. 315.

¹⁸ Numa primeira fase, a crise da dívida soberana implica: (i) elevado endividamento público; (ii) aumento crescente do risco de *default*; (iii) diminuição do preço das obrigações da dívida pública; (iv) aumento do prémio de risco de novos empréstimos (v) sobre-endividamento; (vi) agrava as condições de financiamento das instituições financeiras; (vii) cenário gravoso para toda a economia, “*Economia (...)*”, vários autores, p. 316.

diferentes, duas dimensões relacionadas com a assimetria de informação: (i) a seleção adversa, ou seja, informação assimétrica *a priori* da transação e (ii) o risco moral, quanto à informação assimétrica *a posteriori* da transação. Para George Akerlof¹⁹ o exemplo da venda de carros usados, conhecido como o problema dos “limões” (designação americana para carros em “mau” estado), explica como se compara esta realidade às assimetrias de informação, como metáfora do sistema financeiro. Em traços gerais, ele dizia que os carros “bons” e os “maus” eram vendidos ao mesmo preço, pois apenas o vendedor que conhece as características do carro. O comprador, por sua vez, só terá conhecimento desses detalhes num momento posterior, enquanto proprietário. Desta forma, no momento da compra, este só estará disposto a pagar o preço médio, dado a incompletude da informação. Este autor defende que, nesta situação, os vendedores de “bons” carros usados não têm interesse na venda, pois os compradores têm em consideração o preço médio e não o valor justo do bem móvel, pela consciência, ainda que indireta, da manipulação da informação relevante.

Esta teoria surge, como Akerlof menciona no seu artigo, para completar a Lei de *Gresham*. Esta lei defendia, numa altura em que o valor da moeda estava associado ao peso do metal, que a moeda “má”²⁰ expulsa a moeda “boa”. No entanto, o Estado poderia cunhar novas moedas, com o mesmo valor facial e em menor quantidade. Por consequência, só a moeda “má” iria circular e a “boa” seria conservada. No caso da teoria das moedas havia uma vantagem para os consumidores, pois o peso era revelado e assim, poderiam ser dissuadidas algumas dúvidas. Tal não acontece no problema dos limões, pois toda a informação está na esfera do vendedor e é ocultado ao comprador, não existindo forma de conhecer as reais características, sem o uso continuado do veículo.

Esta teoria assemelha-se *pari passu* aos factos verificados no sistema financeiro, pois nestes casos o investidor não tem conhecimento das informações relevantes, na sua totalidade, nomeadamente quanto às entidades e aos produtos comercializados. A montante, estamos perante o problema da seleção adversa. Em determinadas realidades como a venda de ações e obrigações, que envolvam empresas de grande dimensão, não tem a mesma relevância. Nestas circunstâncias, o cuidado no cumprimento de dever de informação, associado à dimensão das entidades e maior especialização, ajustada à

¹⁹ “The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N.º 3, pp. 488-500.

²⁰ Com características desvantajosas, um peso inferior.

realidade da empresa, pode minimizar as assimetrias de informação e os dilemas consequentes. Acresce a este argumento, o papel das agências de notação financeira que pretendem informar o mercado sobre a qualidade das empresas e os riscos associados²¹, com especial foco nas grandes empresas.

A jusante é comum surgir o problema do risco moral, após a comercialização de produtos. No âmbito do tema em estudo, veremos que o problema do risco moral se verifica em várias situações, após a comercialização dos instrumentos financeiros, na informação detida pelos intermediários que os distribuem, a qual deve ser transmitida ao produtor, de acordo com o referido nos próximos capítulos.

O Relatório da IOSCO²², destaca as preocupações com as assimetrias de informação²³, em especial a preocupação com o risco moral²⁴, relacionados com a crise financeira. Contudo, ainda que esta se encontre numa fase mais amenizada, não se deve desconsiderar o risco moral, mas antes continuar a assegurar as medidas essenciais para mitigar o risco. A IOSCO aponta algumas medidas e ferramentas regulatórias que podem colmatar as falhas no sistema financeiro, entre as quais o risco moral. Em concreto, sugere que, no momento da definição e aprovação dos diplomas regulatórios futuros, seja sejam considerados todos estes fatores, que podem motivar o investidor a ter um comportamento ocioso, na compreensão da informação e características inerentes ao investimento, bem como nas informações que deve transmitir à entidade. Alerta ainda, para o perigo do investidor delegar a responsabilidade na empresa, pelas obrigações exigidas à mesma, tanto aos que emitem, como aos que vendem produtos financeiros, especificamente no cumprimento das métricas dos deveres de informação.

Com a implementação das regras aplicáveis logo no momento da conceção dos instrumentos financeiros e mesmo após a sua venda, a analisar em momento posterior²⁵, pretende-se dar resposta ao problema das assimetrias de informação, de forma a mitigar a ocorrência do mesmo.

²¹ Ainda que neste contexto pode haver um comportamento de *free-rider*, sucede quando há uma falha no mercado e os indivíduos usam um recurso comum ou bem coletivo, sem pagar pela respetiva utilização. As agências de notação financeira, uma vez que influencia a economia em geral, teve um grande impacto na bolha *subprime*.

²² In “*Regulation of Retail Structure Products*” – *Final Report*, 2013, pp. 14 e ss.

²³ “*Further, some Survey respondents identified concerns about asymmetries of information and investment understanding of products.*”, *idem* p. 19.

²⁴ “*IOSCO members considering a pre-approval process should be aware, however, of potential moral hazards involved in such a process.*” *idem*, p. 21.

²⁵ No capítulo III, na análise ao regime de governo de produto.

Sobre a urgência de revisão da regulação no contexto da EU, o Relatório de *Lamfalussy* evidenciou problemas no campo da regulação e supervisão dos mercados financeiros. Apesar de terem sido detetados, não foram resolvidos na sua totalidade após a publicação deste Relatório. Tal facto verifica-se, designadamente na assunção de riscos elevados por parte de investidores com um nível de literacia mais baixo, “desligado da evolução real das economias”²⁶.

Em 2009, Jacques de Larosière coordenou um grupo de trabalho, cujo estudo culminou num Relatório sobre o sistema de supervisão financeira, denominado por Relatório *Larosière* apresentado à UE em 25 de fevereiro desse ano. Por sua vez, este seguia algumas ideias já apresentadas no Relatório de *Lamfalussy*, embora tenha enfatizado a política regulatória do sistema financeiro nacionalista, como causa da crise de 2007²⁷, que contrasta com um sistema financeiro globalizado e a UE deve unir forças para adaptar a sua política regulatória e evitar mais danos²⁸. A uma política regulatória nacionalista acresce que a própria atuação das instituições financeiras²⁹, baseada nas políticas vigentes, se limitava às suas estratégias e normas nacionais, ao seu mercado, sendo omissa de qualquer análise comparativa face outros países, cuja realidade de mercado e normas eram divergentes. Na verdade, é referido que foi a impreparação das entidades de regulação e supervisão e uma visão redutora dos mercados financeiros³⁰, os fatores apontados para as más decisões de investimentos quer por parte das instituições financeiras, quer pelos investidores, ou seja, dos intervenientes no negócio. Cada indivíduo é responsável pelas decisões tomadas, embora seja importante conhecer as que são feridas de assimetrias de informação ou causadas pelo elevado nível de iliteracia financeira. Como consequência, a política regulatória voltada para o cenário nacional,

²⁶ Opinião de Carlos Tavares, in “*A crise financeira: aprendemos lições?*” - Working Paper CMVM, n.º 03/2016.

²⁷ No Relatório são analisadas as causas dentro de três grandes temas, como: os problemas da macroeconomia, gestão dos riscos, o papel das Agências de Notação de Risco, falhas do sistema de governo, Falhas regulatórias, de supervisão e de gestão de crises e o ciclo dinâmico das crises.

²⁸ “*This points to serious limitations in the existing supervisory framework globally, both in a national and cross-border context.*”, Relatório de Larosière, p. 10.

²⁹ “*These pressures were not contained by regulatory or supervisory policy or practice. Some long-standing policies such as the definition of capital requirements for banks placed too much reliance on both the risk management capabilities of the banks themselves and on the adequacy of ratings. In fact, it has been the regulated financial institutions that have turned out to be the largest source of problems.*”, Idem, p. 10.

³⁰ “*Regulators and supervisors focused on the micro-prudential supervision of individual financial institutions and not sufficiently on the macro-systemic risks of a contagion of correlated horizontal shocks.*”, Idem, p.11.

não conseguiu dar respostas aos vários desafios que surgiam e, por consequência, evitar efeitos negativos.

Para compreender todas estas questões relativas à falta de informação e de conhecimento, foram realizadas investigações neste âmbito, designadamente um inquérito dinamizado pela *International Network on Financial Education* (INFE), uma rede de cooperação internacional criada pela OCDE, sobre a literacia financeira em 2015, a um conjunto de 30 países, dos quais 17 pertencem à OCDE³¹. A análise desencadeada baseou-se em três vertentes: (i) comportamentos; (ii) atitudes e, (iii) conhecimentos, cuja análise comparativa resultou num indicador global de literacia financeira, como se pode verificar no gráfico do Anexo I. O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) publicou um Relatório³², no qual analisa os resultados do inquérito realizado pelo INFE e a OCDE, da perspetiva da população portuguesa. Neste sentido, concluíram que Portugal evidencia uma evolução face aos resultados de 2010, fruto do Plano Nacional de Formação Financeira³³ e, como tal, que está a acompanhar os restantes países, encontrando-se acima da média do indicador que agrega as três vertentes enumeradas, pois surgem em 10.º lugar, com 14 pontos, quando a média dos países é de 13,2. Significa que, todas as críticas construtivas apontadas têm tido efeito nos progressos registados, embora o caminho ainda seja longo mediante as mudanças a implementar.

Mediante os fatores da iliteracia financeira e das assimetrias de informação, tem sido enfatizada uma disciplina para que se possa compreender a conduta e todos os seus fatores no sistema financeiro, a *behavioural economics*³⁴. Muitos autores dedicaram vários estudos sobre este assunto³⁵, demonstrando que o comportamento dos agentes

³¹ Cfr. mencionado no “Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da população portuguesa”, realizado pelo CNSF, 2015, p. 24.

³² “Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da população portuguesa”, CNSF, 2015.

³³ “O que significa que os resultados deste 2.º Inquérito à Literacia Financeira permitem não só identificar os níveis e as insuficiências de literacia em 2015 como avaliar a evolução registada desde 2010, nomeadamente os resultados das ações postas em prática, no quadro do Plano Nacional de Formação Financeira, e as alterações de padrões comportamentais na tomada de decisões financeiras que possam ter sido influenciadas pelo contexto económico e social dos últimos anos.”, in “Relatório do Inquérito (...)”, p. 13.

³⁴ Trata-se do estudo da economia comportamental, isto é, do comportamento dos agentes económicos. Os comportamentos dos agentes económicos, em particular dos investidores, evidenciam uma tendência para cometer erros e fazer análises da realidade e da informação transmitida de forma errónea. Por conseguinte, o estudo da economia comportamental demonstra-se essencial para mitigar comportamentos menos adequados.

³⁵ A título de exemplo, Kristine Erta, Stefan Hunt, Zanna Iscenko, Will Brambley, in “Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority”, April 2013, p. 4, apresentam uma definição “Behavioural economics uses insights from psychology to explain why people behave the way they do. People do not always make choices in a rational and calculated way. In fact, most human decision-making uses thought processes that are intuitive and automatic rather than deliberative and controlled.”, e acrescentam que, por

económicos e as práticas de mercado exigiam uma reforma qualitativa da regulamentação. As normas em vigor demonstravam uma urgente necessidade de preenchimento de lacunas em determinadas matérias e incompletude de outras. Por estes motivos, há uma complementaridade entre a Economia e a Psicologia, no sentido de compreender as condutas e implementar as medidas mais acertadas.

Relacionado com os comportamentos dos agentes económicos, o “*Relatório de Estabilidade Financeira*”, do Banco de Portugal, de 2016, acrescenta que “o papel da iliteracia financeira como catalisador de situações de *mis-selling*”³⁶. O Relatório refere-se à prática de ações de comercialização que incitam o investidor à subscrição de produtos, que de outra forma não o faria, envolvendo práticas de divulgação de informação sobre os produtos e venda pouco realistas, face ao produto em si e aos riscos associados, com o objetivo de aumentar a comercialização de produtos³⁷. Assim, as entidades comercializavam produtos em massa, sem qualquer avaliação do investidor e adequação ao mesmo.

O Relatório do BdP destaca literacia financeira como ferramenta para eliminar e mitigar as práticas de *mis-selling*³⁸ e com vista à proteção dos interesses dos investidores, desencadearam³⁹ uma investigação sobre riscos de conduta. As práticas de *mis-selling* afetam diretamente os investidores, uma vez que estes comportamentos na distribuição de produtos implicam a venda de produtos sem atender ao perfil do investidor em concreto, o que pode trazer resultados inesperados e repercussões negativas resultantes dos mesmos. Porém, as consequências negativas não se limitam à esfera do investidor e afetam as entidades, com um grave risco reputacional. Todavia, não há apenas o risco idiossincrático, ou seja, o risco específico para uma empresa ou para um produto dessa

este motivo e dado que o mercado não reduziu esses erros, é necessário regulamentar com maior detalhe. Inclusive, a economia comportamental evidencia diversos processos e será uma vantagem na revisão das políticas regulatórias, na medida em que pode contribuir para uma evolução das normas, embora essa mudança não seja imediata “*We have already begun to put behavioural economics into practice, but change will not be instantaneous. Behavioural economics raises important issues for all steps of the regulatory process*”, idem, p. 7.

³⁶ In “Relatório de Estabilidade (...)”, 2016, p. 69.

³⁷ O risco de conduta associado à comercialização de produtos, práticas de *mis-selling*, é apontado no Relatório, associado aos produtos de aforro e investimento, como nota de divulgação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, com as medidas de comercialização e aconselhamento de produtos, prevenção e mitigação de riscos e combate a práticas de *mis-selling*.

³⁸ “Relatório de estabilidade...”, p. 62.

³⁹ O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros criou um Grupo de Trabalho com a participação do BdP, ASF e CMVM, com o objetivo de analisar e avaliar os riscos de conduta e bem assim definir medidas de prevenção e mitigação de riscos.

empresa. Pelo contrário, há o risco sistémico, uma vez que os resultados negativos podem afetar todo o sistema financeiro e, inclusive, a economia global, havendo um “fenómeno de contágio”⁴⁰.

O Grupo de Trabalho⁴¹ apresentou uma série de medidas ao nível (i) do governo interno das instituições e modelos organizacionais; (ii) dos procedimentos internos; (iii) das políticas remuneratórias; e (iv) de modelos comportamentais e alteração de mentalidades no aconselhamento e comercialização dos produtos financeiros.

Estas conclusões, com base em estudos e relatórios anteriores, apontam a iliteracia financeira, a irracionalidade do investidor, incompletude informativa e assimetrias de informação como fundamentos para as alterações ao quadro normativo e às práticas de supervisão. Os Relatórios já mencionados e os efeitos negativos das práticas de *mis-selling*, repercutidos especialmente nos investidores, provaram a repetição de falhas, detetadas na conceção de um produto financeiro e na respetiva venda, e estão na génese das recentes alterações das Diretivas e Regulamentos.

2. Enquadramento normativo

O tema em causa, sobre o regime de governo de produto, resulta da revisão da DMIF, pelo que importa proceder ao devido enquadramento regulatório e a uma breve referência à sua evolução, de um modo geral.

A Diretiva 2004/39/CE de 21 de abril, atualmente denominada por DMIF I, veio revogar algumas Diretivas e alterar outras relativas aos mercados financeiros⁴². Tinha como objetivo primordial a proteção dos investidores, devido ao “crescente leque de actividades que muitas empresas de investimento exercem em simultâneo tem aumentado as possibilidades de conflitos”⁴³ e à necessidade de impor condições específicas, de acordo com aquela finalidade. A DMIF I pretendia, nomeadamente, regular a

⁴⁰ In “Economia (...)”, p. 65.

⁴¹ Do grupo de trabalho do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF).

⁴² A Diretiva 85/611/CEE, Diretiva 93/6/CEE, Diretiva 2000/12/CE e revoga a Diretiva 93/22/CEE. “A DMIF insere-se no quadro regulamentar das chamadas Directivas de Lamfalussy.”, Cristina Sofia Dias, in “A propósito da directiva de instrumentos e mercados financeiros: notas pessoais”, CdVM, n.º 27, abril de 2007, pp. 63 e seguintes.

⁴³ Considerando 29, DMIF I.

concorrência entre os mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática e, surgiu num contexto em que era exigível ir mais além.

Quanto ao âmbito de aplicação, abrangia um alargado leque de instrumentos e serviços de investimento, dando um passo importante na regulamentação de estruturas de mercados, enfatizando nestas situações os deveres de transparência e de informação⁴⁴. Desde logo, “procedeu a um reforço das regras de conduta”⁴⁵, mas de cariz intervencionista. Potenciou, de acordo com o disposto no Considerando 44 “(...) o duplo objectivo de proteger os investidores e assegurar o funcionamento harmonioso dos mercados de valores mobiliários, é necessário garantir a transparência das transacções e a aplicação das regras estabelecidas para esse efeito às empresas de investimento quando estas intervêm nos mercados.”, e por isso se compreende quando se refere que a DMIF foi um avanço na harmonização regulatória⁴⁶, mais próxima da realidade do sistema financeiro. A própria inovação tecnológica e financeira, bem como a complexidade dos mercados exige a evolução e acompanhamento da regulação.

Todavia, a DMIF I apresentava algumas insuficiências, entra as quais a perspectiva sobre a organização da atividade da empresa e sobre os instrumentos financeiros, na ótica do melhor interesse do cliente⁴⁷. A regulação das regras de governação dos produtos e a gestão de interesses entre intermediários financeiros e clientes, assim como entre clientes, representaram, naquela data, um grande passo na regulação dos mercados financeiros. O Reino Unido, na opinião de Paulo Câmara⁴⁸ era naquela altura o “expoente máximo” da regulação dos mercados financeiros, “(...) mercê de uma reforma legislativa lúcida e bem preparada (...)”, apologistas de “(...) formulações legais mais abertas.”, através de regulação *principles-based*⁴⁹. Ao contrário o sistema norte-americano era “(...) tido como o paradigma do sistema *rules-based*⁵⁰ (...)”. A DMIF I “(...) reflete em alguma medida

⁴⁴ A propósito dos objetivos da DMIF I, “DMIF – Uma leitura guiada”, da CMVM.

⁴⁵ Tiago dos Santos Matias, “O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, p. 261.

⁴⁶ “A Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 (“DMIF”), em vigor desde 2007, constitui o primeiro grande esforço da União no sentido de uma regulação transversal do seu mercado de capitais, cujos objetivos, em grande medida alcançados, passaram pela implementação de medidas que estimulassem a integração, a competitividade e a eficiência dos mercados europeus”, Miguel Santos Almeida, in “O Novo Direito (...)”, pp. 427 e ss., sobre o “*High-frequency trading* – Regulamentação e *Compliance* no contexto da nova DMIF II”.

⁴⁷ Considerando 71 da DMIF II.

⁴⁸ Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, 27, abril, pp. 57 e seguintes, “A Regulação baseada em princípios e a DMIF”.

⁴⁹ Baseada em princípios.

⁵⁰ Baseada em normas.

um esforço de contenção quanto à sua densidade normativa.”⁵¹ e neste sentido, baseia-se em princípios, pretendendo harmonizar as regras dos mercados financeiros a nível europeu.

Pela necessidade de rever e atualizar a regulamentação aplicável, iniciou-se o processo de revisão dois anos volvidos da entrada em vigor da DMIF⁵². Esta revisão não se limitou à DMIF e incluiu diversos diplomas.

Mais tarde, foi aprovado o “pacote regulatório”, também apelidado de “*tsunami* regulatório”⁵³, nomeadamente a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e Conselho, de 15 de maio de 2014 – DMIF II⁵⁴, complementada pela Diretiva Delegada (UE) da Comissão de 7 abril de 2016 e pelo Regulamento Delegado (UE) da Comissão de 25 de abril de 2016 e bem assim pelo Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho (MiFIR).

O quadro regulatório foi já transposto para o regime jurídico português, pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho⁵⁵, iniciou a sua vigência em 1 de agosto do corrente ano, implicando a alteração de diplomas nacionais, tais como o CVM, que tem maior relevância para o caso.

Dos novos ventos trazidos pela DMIF II, Engrácia Antunes realça que este diploma “...entre outros aspetos, ampliou e densificou o conceito de instrumentos financeiro.”⁵⁶, pois reformula regras e estruturas de instrumentos financeiros⁵⁷. O âmbito de aplicação material é mais amplo, face a outros diplomas deste “*tsunami* regulatório”, como se comprova pela enumeração do Anexo I, secção C da DMIF II, desde valores mobiliários, instrumentos de mercado monetário, unidades de participação em OIC, contratos derivados sobre mercadorias, para transferência do risco de crédito e contratos

⁵¹ Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, 27, abril, p. 60.

⁵² Miguel Santos Almeida, in “O Novo Direito (...)”, pp. 427, sobre o “*High-frequency trading* – Regulamentação e *Compliance* no contexto da nova DMIF II”.

⁵³ Expressão utilizada por Luís Guilherme Catarino e Manuela Peixe, nos estudos “Nova Regulamentação ...um tsunami regulatório”, I e II.

⁵⁴ Além da DMIF II, incluem-se no “tsunami regulatório” o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 (RMIF) e como diploma complementar o Regulamento Delegado (UE) da Comissão de 18 de maio de 2016; o Regulamento (UE) n.º 1286/2014 (Regulamento PRIIPs), bem como normas mais detalhadas, RTS e ITS.

⁵⁵ Publicada em Diário da República n.º 139/2018, Série I de 2018/07/20.

⁵⁶ “Os Instrumentos Financeiros”, 2017, p. 34.

⁵⁷ “O conceito de instrumento financeiro... trata-se, todavia, indubitavelmente, de um conceito em estado de «crisálida»”, “Os Instrumentos Financeiros”, Engrácia Antunes.

diferenciais. Há uma finalidade evidente de abarcar diversos instrumentos, progredindo a regulação de um modo geral, no sistema financeiro.

Neste sentido, Paulo Câmara aponta o facto de o legislador na DMIF I, ter potenciado a concorrência entre as estruturas de negociação e, por consequência, “o essencial da concorrência entre plataformas de negociação deslocou-se para fora dos tipos de estrutura de negociação cobertos por este diploma”⁵⁸. Significa, que houve difusão de estruturas de negociação fora do mercado regulamentado, pois estas não se enquadravam no âmbito de aplicação da DMIF I. Este autor aponta dois problemas na primeira redação da Diretiva: (i) o da difusão - o défice de coerência e assimetrias regulatórias de um lado; (ii) o da fragmentação dos mercados e a ausência de centralização de preços. Por sua vez, Tiago dos Santos Matias sublinha, a dedicação da DMIF I na regulação das matérias a jusante e que a DMIF II, alarga o campo de visão e regulação dos instrumentos, desde a sua raiz até ao fim de vida dos mesmos⁵⁹. As alterações têm o intuito de contribuir para a eficiência, resiliência e transparência dos mercados financeiros⁶⁰. Este autor resume, ainda, as grandes alterações a dois aspetos “(i) deveres organizacionais e regras de conduta, e (ii) estruturas de mercado”⁶¹ e destaca a base destas nas regras, isto é, nas *rule-based*, “procurando a - há muito pretendida – harmonização mediante a aplicação determinada do princípio do *level playing field*.”^{62 63}.

No Considerando 70 da DMIF II apontam-se, tal como anteriormente mencionados os fundamentos para a alterações à primeira versão desta Diretiva, cujo aumento de investidores necessita de regras específicas que regulem a distribuição, considerando os serviços de investimento ao dispor do investidor e “[t]endo em conta a importância de que continuam a revestir as recomendações personalizadas para os clientes e a complexidade crescente dos serviços e instrumentos, é necessária a melhoria das regras de conduta, a fim de reforçar a proteção dos investidores.”

Com as mais recentes alterações, não há apenas o reforço de deveres informativos, mas antes uma reformulação dos já existentes e em especial para este caso, a imposição de regras em prol do cumprimento eficaz dos deveres de conduta e organizacionais. Por

⁵⁸ “O Novo Direito (...)”, 2017, p. 200.

⁵⁹ Ver *idem*, p.265.

⁶⁰ *Idem*.

⁶¹ Tiago dos Santos Matias, “O novo Direito (...)”, p. 264.

⁶² *Idem*.

⁶³ A diferença entre um quadro normativo baseado em princípios ou em regras, tal como referido na referência à DMIF, é tratada por Paulo Câmara, em CdVM, n.º 27, abril.

último, e talvez o mais relevante, o cuidado no acompanhamento do ciclo de vida do produto (antes, durante e após a venda do produto) e na delimitação dos deveres de quem produz e comercializa.

Significa que, pensar no produto (na fase da concepção) não é uma tarefa redutora e, como tal exige desenhar todas as suas características e, mediante os objetivos inerentes ao mesmo, projetá-lo no mercado sendo que, para tal será necessário definir a estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviço de investimento adequado. Passando para a distribuição, são ponderados todos os detalhes e informações do produto, ultimando o desempenho do produtor, mas de uma perspectiva mais próxima e concreta da realidade do mercado, nomeadamente relativamente a cada investidor, serviço de investimento e considerando todos os deveres envolvidos, sem esquecer o objetivo último de quem apresenta instrumentos ao mercado, o lucro.

Aquando do conhecimento público dos diplomas, surgiram vários artigos sobre os desenvolvimentos regulatórios que enunciavam estas novidades com o epíteto de *tsunami* regulatório⁶⁴. Na prática será um verdadeiro *tsunami*, na medida da dimensão das suas obrigações, dos custos e encargos para as entidades na sua implementação, bem como no cumprimento dos novos deveres⁶⁵.

Considerando as finalidades de proteção do investidor e bom funcionamento dos mercados, o regime de governo de produto é designado por Tiago dos Santos Matias, como “[u]ma das alterações mais significativas da DMIF II”⁶⁶. Este regime tem como pilares as obrigações dos produtores, dos distribuidores e dos investidores e reporta-se a três dimensões: a definição da estratégia de distribuição, do mercado-alvo e do serviço de investimento. A DMIF II, vem reformular e alargar a abrangência da DMIF I. As novas regras têm o intuito de corrigir as falhas evidenciadas no mercado, para harmonizar a atividade transfronteiriça e ampliar o rigor e exigência das disposições da DMIF I.

Por conseguinte, uma das dimensões do regime, quanto aos novos requisitos de governação de produtos - a estratégia de distribuição - engloba as exigências da fase pré-negociação e pós-negociação (até ao fim de vida dos instrumentos financeiros). Os artigos 16º, n.º 3, 2º parágrafo e 24º, n.º 2 do parágrafo 2º ao 6º, da DMIF II, determinam os

⁶⁴ A título de exemplo, um estudo de Luís G. C. e Manuela P., tem como tema “A Nova Regulamentação (...)”.

⁶⁵ Por exemplo, quanto ao *research*.

⁶⁶ In “O Novo...”, 2017, p. 265, sobre o regime de governação de produto, no âmbito da DMIF II.

vários pilares em matéria de organização e de princípios e informação, com a finalidade de salvaguardar o investidor.

A DMIF I determinava requisitos de organização, contudo a DMIF II alarga os limites de regulação desta matéria ao ciclo de vida do produto e aprofunda uma dimensão que até então não era considerada, a do serviço de investimento. Sem olvidar a pretensão de “(...) assegurar que os instrumentos financeiros serão propostos ou recomendados apenas quando forem do interesse do cliente (...)”⁶⁷ e, é por este motivo que, além do reforço das regras a montante, foram igualmente aprofundadas as regras a jusante da comercialização de produtos, o que exige o desenho dos produtos de tal forma que, sejam apontadas as características e interesses dos potenciais investidores que se enquadrem naquele produto em específico. A definição do mercado-alvo é pois, um elemento chave na fase da produção⁶⁸, aleada da escolha do serviço de investimento mais adequado para a distribuição⁶⁹.

A Diretiva Delegada⁷⁰, por seu turno é um diploma complementar, isto é “[a] fim de melhor especificar o quadro regulamentar em matéria de proteção dos investidores e de aumentar a clareza para os clientes, e em consonância com a estratégia global de promoção do emprego e do crescimento na União através de um quadro jurídico e económico integrado que seja eficiente e trate todos os operadores de forma equitativa (...)”, conforme disposição do Considerando 3, clarifica algumas medidas de implementação da DMIF II. Concretamente, sobre o regime de governo de produto, encontramos referência a este “átomo” nos Considerandos 15 a 20, bem como nos artigos 9.º (obrigações do produtor) e 10.º (obrigação do distribuidor).

Por sua vez, a referida Lei n.º 35/2018⁷¹, que transpõe a DMIF II e a Diretiva Delegada, implicou a alteração parcial do CVM, do RGICSF, assim como de vários diplomas do regime jurídico português e aprova novos regimes jurídicos, de acordo com o disposto no art.º 1.º, n.º 2. Importa salientar que, com a entrada em vigor da Lei, alguns dos artigos do CVM sofreram modificações, entre os quais os que são aplicáveis no

⁶⁷ Considerando 81, *in fine*, DMIF II.

⁶⁸ Artigos 16.º, n.º 3, § 2º e 3º e 24.º, n.º 2, § 1º.

⁶⁹ Art.º 16.º, n.º 3, § 6º.

⁷⁰ Diretiva Delegada (UE) 2017/593, da comissão de 7 de abril de 2016.

⁷¹ A Lei n.º 35/2018, transpôs, além da DMIF II e os seus diplomas complementares, outros Regulamentos e Diretivas relativos aos mercados de instrumentos financeiros.

âmbito deste estudo e que serão mencionados, no decorrer da redação deste Relatório, na sua atual redação.

Em suma, a aplicação ao regime de governação de produto implica, entre tantas outras exigências, preparar e trabalhar a informação na fase da conceção dos instrumentos financeiros, impondo responsabilidades específicas ao produtor. Por seu turno, a informação terá de ser transmitida ao distribuidor, cuja distribuição implicará elucidar o investidor do produto e das suas características, bem como realizar teste de adequação e bem assim reunir as características essenciais do investidor, no cumprimento de todas as normas de *product governance*.

2.1. A terminologia da DMIF II

Neste ponto dois foram abordadas, as diferenças entre o regime inglês e americano segundo Paulo Câmara, de uma forma breve e superficial, acerca da base do quadro normativo e do seu suporte em princípios ou em regras. As diferentes perspetivas são também notórias no sistema financeiro, realçando-se no entendimento sobre o tema em apreço, evidenciam-se, especialmente, na terminologia usada e no raciocínio inerente à mesma.

Não obstante, uma abordagem das duas origens importa para destacar a diferença entre os conceitos utilizados e a linha de raciocínio seguida, que se revela essencialmente na terminologia patente em relatórios de génese europeia e inglesa, por exemplo. A primeira versão da DMIF seguiu uma vertente romano-germânico, nos termos usados, sendo mais generalizadora e este paralelismo na matéria dos mercados financeiros comprova-se, entre outros factos, na transposição para os regimes jurídicos nacionais e diferença entre os países da União Europeia e o Reino Unido.

Um Relatório da IOSCO de 2013, de data anterior à da entrada em vigor da DMIF II portanto, evidenciava a necessidade de alterar a regulação quanto à forma de pensar no produto⁷² e outros aspetos relacionados com esta (como por exemplo, o papel das entidades junto dos investidores e vice-versa, antes e durante a comercialização).

⁷² O referido relatório, apesar de se focar nos produtos estruturados de retalho, aponta aspetos que são comuns a outros, tendo como finalidade pensar na mudança de paradigma que resulta do novo quadro normativo aplicável.

Este Relatório destaca alguns temas de *design* de produtos, divulgação e distribuição destes e das práticas de pós-venda. A IOSCO evidenciava uma necessidade de mudança das regras e, mais do que isso, a revolução necessária de mentalidades e práticas de sistema financeiro. O novo regime de governo de produto, aprofunda requisitos relacionados com estes tópicos, embora o regime vá mais além.

Para examinar este regime, de forma adequada do ponto de vista teórico-prático, é indispensável ter como referência os princípios da proporcionalidade, da efetividade e da transparência, os quais devem acompanhar a leitura deste trabalho, bem como a reflexão sobre as normas implementadas.

Primeiramente, no revérbero do enquadramento delineado compreende-se a relevância na visão e governo de produto. Gaëtane S. Willemaers afirma que a intervenção do produto está relacionada com as regras da conceção e da estrutura dos produtos de investimento, sobre tudo os mais complexos que estão sujeitos a maiores riscos, tratando-se assim de uma intervenção regulatória respeitante a produtos financeiros ⁷³.

Quanto ao âmbito de aplicação, o art.º 1.º da DMIF II refere-se expressamente “às empresas de investimento, aos operadores de mercado, aos prestadores de serviços de comunicação de dados e às empresas de países terceiros que prestam serviços de investimento ou exercem atividades de investimento através do estabelecimento de uma sucursal na União”. No enquadramento regulatório, foram expostas opiniões doutrinárias que confirmam este alargamento, com reflexos da aplicação dos requisitos no campo subjetivo. Com a mesma finalidade, a Diretiva Delegada⁷⁴, concretiza a maximização do âmbito de aplicação subjetivo dos requisitos de *product governance*, para as entidades que, ainda que não se enquadrem no âmbito de aplicação da DMIF II, possam prestar serviços de investimento, se, para tal, forem devidamente autorizadas.

A aplicação da regulação em prol do investidor, conferem à “*pre-approval*”⁷⁵ e “*product disclosure*”⁷⁶ uma maior relevância, dado que a produção é uma fase fulcral. A

⁷³ “...*product intervention* refers to the rules dealing with the design and the structure of investment products carrying out particular risks, notably complex retail investment products. It comes next to the set of regulations concerning disclosure and distribution of those products. In a broader sense, it refers to any regulatory intervention with respect to financial products (eg, restricting in any way their marketing).”, Gaëtane S. Willemaers, in “Product Intervention: European Perspective”, 2011, p. 1.

⁷⁴ Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão de 7 de abril de 2016.

⁷⁵ Antes da aprovação.

⁷⁶ Divulgação dos produtos.

atenção não pode cingir-se à distribuição, como uma fase mais visível aos olhos do investidor. Pelo contrário, todas as fases, inclusive a da produção, são importantes e todos os intervenientes devem cumprir os seus deveres, sobretudo o investidor pelo seu papel e lugar atribuído no ciclo de vida dos produtos financeiros⁷⁷, pela sua posição que poderá demonstrar fragilidade.

Por sua vez, o Relatório da ESA⁷⁸, igualmente anterior às alterações mais recentes ao texto da DMIF tem uma redação mais próxima da Diretiva, quer da primeira versão, quer da DMIF II. Ao contrário do Relatório da IOSCO, a linguagem conceptual é a mesma que encontramos no texto da DMIF II. Vejamos as definições de “*manufacturer*”⁷⁹, “*distributor*”⁸⁰ e a interpretação do ciclo do produto, um protecionismo exacerbado, o qual é encarado como uma parte menos favorável no sistema financeiro. O sistema anglo-saxónico, pelo contrário, integra o investidor na lista de intervenientes, incumbindo-lhe direitos e deveres claros.

O presente estudo propõe a adoção de uma postura diferente perante o investidor, mais próxima do entendimento inglês, encarando-o não numa posição de passividade, mas antes como interveniente, ou seja, como parte do ciclo de vida do produto.

Em bom rigor, levanta-se uma questão, a de saber se teremos muito a aprender com aqueles que demonstram ter uma perspetiva diferente do sistema financeiro. Em Portugal, as medidas implementadas devem ter em consideração esta diferença como vantagem, na medida em que permite compreender as várias realidades e como exemplos de diferentes aplicações. Ainda assim, cada país deve ajustar-se à realidade do seu mercado (instrumentos e empresas de dimensões díspares) e ao modelo de supervisão e regulação implementado.

⁷⁷ Tema que será esmiuçado adiante.

⁷⁸ “Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturer’s Product Oversight & Governance Processes”, de 2013.

⁷⁹ Produtores.

⁸⁰ Distribuidores.

III – O novo regime de governo de produto e os seus intervenientes

1. A mudança de paradigma

Do quadro normativo europeu, conforme referido no capítulo anterior, importa examinar o regime de governo de produto⁸¹, para responder àquela que é a grande questão deste estudo⁸².

A segunda versão da DMIF aprofunda alguns conceitos que, até agora, eram mencionados de forma indireta. Niamh Monoley, dava nota na sua obra sobre proteção dos investidores, anterior à DMIF II, que a combinação dos fatores da incompletude das informações, a débil monitorização e confiança excessiva por parte das entidades, expõe os investidores a uma série de riscos⁸³. Inclusive, no Relatório de Larosièrre são mencionados alguns problemas associados aos riscos conforme referido quando abordámos as causas no capítulo anterior, que na prática como se pode verificar nos casos de estudo apresentados mais adiante, não foram totalmente resolvidos com a implementação da DMIF I.

1.1. O governo de produto

O regime de governo de produto foi já apontado como ponto-chave deste estudo, que surge não como uma novidade nas diretrizes da UE, mas antes com uma roupagem diferente e mais detalhada face ao quadro regulatório antecedente.

A grande inovação é, sem dúvida, a consciencialização do ciclo de vida do instrumento financeiro e as três fases, em matéria de governação do produto: produção, distribuição e pós-venda⁸⁴. Este passo determinou o estabelecimento de regras claramente direcionadas para esta trilogia e o papel dos intervenientes na vida do instrumento financeiro. Das fases do ciclo de vida do produto, seguindo um entendimento próprio relativamente às referidas fases, de acordo com as disposições da Diretiva e de molde a

⁸¹ Considerando 71 e art.º 16º, n.º 3, § dois e 24º, n.º 2 § dois a seis, da DMIF II.

⁸² “Haverá uma relação triangular e de interdependência da estratégia de distribuição, da definição do mercado-alvo e do serviço de investimento, com impacto nas práticas de mercado?”.

⁸³ Niamh Moloney, “*How to protect investors*”, p.194.

⁸⁴ Tiago dos Santos Matias, “O novo...”, p. 265.

facilitar a compreensão dos pontos vitais do regime de governo de produto, salientam-se os momentos relevantes das várias fases, alguns incluídos na mesma fase:

- i) Momento zero – criação do instrumento financeiro;
- ii) Momento um – disponibilização do instrumento financeiro àquele que irá distribuí-lo;
- iii) Momento dois – distribuidor reúne todas as informações e condições para avançar com a distribuição;
- iv) Momento três – distribuidor assume o papel de maior proximidade com os investidores, para a subscrição dos instrumentos financeiros;
- v) Momento quatro – pós-venda.

Em todas as fases, a projeção e aplicação de medidas correspondem às três dimensões: (i) a estratégia de distribuição inerente ao instrumento financeiro, (ii) a prestação de serviços de investimento e (iii) o mercado-alvo. No entanto, esta aplicação tem um peso diferente em cada fase, como veremos no capítulo seguinte.

A Diretiva Delegada, traça diretrizes relativas a esta matéria, mais concretas, para complementar a Diretiva, expressas da importância da regulação e cumprimento dos deveres durante toda a vida do produto, “desde uma fase precoce... as empresas que produzem ou distribuem instrumentos financeiros devem respeitar os requisitos em matéria de governação dos produtos”⁸⁵. Desde a sua génese até à venda⁸⁶, existe uma grande necessidade de ponderação dos vários critérios, para pensar num instrumento e saber qual o mais ajustado ao cliente – *appropriateness*⁸⁷.

O papel dos que intervêm direta, ou indiretamente no processo de governação, têm um peso considerável e devem ser os pioneiros na mudança de paradigma. No quadro normativo destacam-se os produtores, os distribuidores e investidores. Estes últimos não devem passar impunes na investigação, dado não serem exímios ao governo de produto,

⁸⁵ Considerando 15, da Diretiva Delegada.

⁸⁶ Sem olvidar a fase do pós-venda, já numa fase inativa dos produtos financeiros, exige o cumprimento de deveres na base da produção e distribuição, através da monitorização e supervisão.

⁸⁷ Em determinados serviços de investimento, como a consultoria para investimentos, as empresas têm de aferir, quanto ao investidor, o seu nível de conhecimentos e experiência sobre investimentos, em particular relativamente ao instrumento financeiro e serviço de investimento.

para evitar assimetrias de informação e práticas reveladores de uma conduta menos correta, para que os seus interesses possam ser efetivamente salvaguardados.

2. O papel dos intervenientes

Exposto o regime de governo de produto, importa apresentar os principais intervenientes e o respetivo enquadramento.

Entre os vários intervenientes dos mercados, iremos destacar três, dado que a DMIF II lhes confere protagonismo no âmbito do regime de governo de produto. Em paralelo, deixamos apenas a nota de que, embora não sejam examinadas ao detalhe, as autoridades europeias e nacionais de regulação e supervisão dos mercados possui uma reconhecida relevância. Não esqueçamos o apontamento dos vários relatórios sobre a necessidade de mudança da supervisão do sistema financeiro.

Quanto aos sujeitos do mercado, Paulo Câmara⁸⁸ faz a distinção entre emitentes⁸⁹, investidores⁹⁰ e intermediários financeiros⁹¹.

O quadro regulatório DMIF II, alterou alguns conceitos e transformou a sua apresentação. Os emitentes assumem agora a denominação de produtores⁹², ao passo que os investidores mantêm a sua designação.

⁸⁸ Paulo Câmara, em “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2011, 2.^a Edição.

⁸⁹ “Os emitentes são os produtores dos valores mobiliários: é-lhes imputável a declaração de vontade que serve de decisivo impulso ao processo genético subjacente aos valores mobiliários – a emissão.”, Paulo Câmara, *in* “Manual de (...)”, p. 219.

⁹⁰ “(...) constituem investidores os titulares potenciais ou efectivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.”, Paulo Câmara, *idem*.

⁹¹ Este conceito não linear como os restantes, “Em termos institucionais, a lei bancária e o Código dos Valores Mobiliários utilizam categorias distintas para se reportarem aos prestadores de serviços regulados. De um lado, o Regime Geral bancário assenta fundamentalmente numa contraposição entre instituições de crédito e sociedades financeiras.”, por sua vez “...no tocante aos prestadores de serviços no âmbito mobiliário, o Código de Valores Mobiliários isola, como conceito central, o de intermediário financeiro. Na delimitação empreendida pelo art.º 293º do Código de Valores Mobiliários (...)”, Paulo Câmara, p. 237 e 238, *idem*. Carlos Costa Pina afirma que “A figura dos intermediários financeiros não corresponde a um novo tipo de instituição financeira. Trata-se somente de uma sobrequalificação aplicável a algumas das instituições já referidas, com o simples propósito de disciplina da actividade de intermediação para que se encontram habilitadas. Tais entidades têm por função estabelecer a ligação entre a oferta e a procura no mercado de capitais, uma vez que os agentes económicos não financeiros – incluindo as pessoas singulares – não podem, em regra, aceder directamente àquele mercado.”, *in* “Instituições e Mercados Financeiros”.

⁹² A ESMA define produtores, “*manufacturer, means, taking into account Recital 15 and Article 9(1) of the MiFID II Delegated Directive, a firm that manufactures an investment product, including the creation, development, issuance or design of that product, including when advising corporate issuers on the launch of a new product*”. *In* “Final Report – guidelines (...)”, ESMA35-43-620, 2 June 2017, p. 32.

Ainda quanto aos investidores, importa salientar que o regime português apresentou em 2007, uma distinção tripartida dos mesmos, com base na experiência e conhecimentos dos mesmos: (i) investidores profissionais, (ii) investidores não profissionais e (iii) contrapartes elegíveis. Esta evolução refletiu-se nas alterações do CVM e, inclusive, o artigo 30.º sofreu algumas modificações na enumeração taxativa das entidades qualificadas como investidores, reformulando as alíneas i) e j), do n.º 1 desse artigo. Conforme a categoria dos investidores, devem ser tomadas medidas mais adequadas⁹³.

Por fim, quem disponibiliza e vende instrumentos financeiros é intitulado de distribuidor⁹⁴.

2.1. Produtor

O conceito de produtor, foi a terminologia utilizada no quadro regulatório DMIF II, pois até então era usada a designação de emitentes de valores mobiliários. Não se trata apenas de uma alteração da terminologia, embora a IOSCO tende a utilizar a terminologia “emitentes”⁹⁵, ao passo que, as autoridades europeias e a própria Diretiva, recorrem à terminologia “produtores”, de acordo com a definição da ESMA transcrita anteriormente.

⁹³ Sobre a categorização dos investidores, o grau de proteção diminui conforme a qualificação apresentada: (i) Relacionados com um grau médio de proteção. As entidades que são classificadas como investidores profissionais, são enumeradas no artigo 30º do CVM. A transposição da DMIF II e RMIF altera algumas normas das alíneas do artigo 30º. As entidades mantêm-se, embora com algumas linhas aprimoradas.

(ii) Associados a um elevado grau de proteção. Este investidor, classificado de acordo com baixos níveis de conhecimento e experiência, está em grande plano nesta investigação. Sem dúvida, são a grande preocupação do regulador, pela sua posição débil e de grande vulnerabilidade comparativamente àqueles que detêm a informação e numa posição privilegiada (em relação aos produtos, características dos mesmos, riscos e uma visão de mercado). Em relação aos investidores profissionais, esta é uma categoria residual. Na carência de preenchimento dos requisitos dos profissionais, são considerados como não profissionais. (iii) Aqueles que revelam mais experiência e noção do mercado e dos produtos, não são a grande preocupação do regulador, logo o grau de proteção é menor.

No entanto, O CVM prevê o estatuto modificável, isto é, a alteração de categoria de não profissional para profissional (art.º 317º, n.º 1 - *opting up*, subida na categoria, diminuição da proteção), de investidor profissional para não profissional (art.º 317º-A, n.º 1 e 3 - *opting down*, descida da categoria e aumento da proteção) e as contrapartes elegíveis podem acordar um grau de proteção mais elevado (art.º 317-D, n.º 2 e 3, um *opting down*). A conversão de categorias exige o preenchimento de determinados requisitos, listados nas disposições supraditas.

Além da possibilidade de alteração, há ainda a hipótese de acumular categorias, tendo em conta o instrumento financeiro em causa, ou o momento em que procedem à categorização do intermediário financeiro envolvido.

⁹⁴ Tal como veremos adiante, subtema dedicado ao distribuidor.

⁹⁵ “Key actors in the retail structured product market include issuers, who manufacture the structured products for issuance and intermediaries, who sell the products to the end investors.”, in “Regulation (...)”, p. 3.

A regulação dos mercados financeiros, passou a acompanhar o ciclo de vida do produto, desde a fase de concepção até ao seu termo. Os intervenientes surgem no percurso, conforme as etapas do ciclo de vida e, há entre eles, uma passagem de testemunho, como se se tratasse de uma corrida de estafetas. Desde logo, o produtor tem responsabilidade acrescida na produção dos instrumentos financeiros⁹⁶, como referenciado anteriormente.

Neste patamar os órgãos de administração, das entidades que atuam nos mercados financeiros, têm um grande impacto. A DMIF II aponta essa importância, precisamente por se tratar do órgão máximo dentro da empresa de investimento e por decidir o padrão das práticas reiteradas da mesma e da sua estratégia interna.

Na fase da concepção, de acordo com os diferentes momentos indicados no início deste capítulo no momento zero da vida do instrumento financeiro, o produtor está incumbido de criar o produto no estrito cumprimento das obrigações referentes à descrição das características do produto e definição da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviço de investimento adequados potenciais. Como tal, é o responsável pela sua concepção, com base nas medidas que garantem a descrição das características adequadas (*product design*), a gestão efetiva do risco de conflitos de interesses, impacto negativo para o cliente final e no mercado e mitigação dos riscos de exposição de ativos subjacentes. Vejamos esta tarefa como a criação de um documento de identificação.

O produtor é obrigado a ter um *know-how*, que se traduza em essenciais conhecimentos técnicos e práticos, na medida em que terá de conhecer o tema, as especificidades dos instrumentos e dos mercados financeiros e ter em mente as características do investidor (apesar de, nesta fase, ser apenas um potencial investidor). No momento zero, o produtor deve ter em mente as características do instrumento que está a desenhar e o mercado-alvo a que se destina.

No cumprimento dos seus deveres, deverá considerar o perfil de risco e o *payoff* ajustados ao investidor, pois não basta analisar os conhecimentos e experiência do investidor. O produtor deve partir desta informação e enquadrar no perfil de risco, o que

⁹⁶ Previamente à publicação da DMIF II, a IOSCO evidenciava os seus membros estavam conscientes da destinação do plano de atuação dos diferentes intervenientes, “*IOSCO members could, if appropriate in their relevant legal framework, consider placing a responsibility on, or encouraging, product issuers to (a) identify and assess the type, class or features of investors that they intend to focus on for a structured product, and (b) take steps, to the degree legally possible, to highlight for distributors and others that the product is aimed at these types of investors, as appropriate.*”, *idem*, p.16. Este Relatório, indicava na Altura a distinção que deveria ser estabelecida entre os responsáveis pelo instrumento financeiro.

este pretende e estará disposto a investir. A prática comum do mercado, outrora passava pela mera disponibilização de folhetos publicitários e de documentos referentes aos instrumentos financeiros com informações transmitidas de uma forma dúbia, pouco clara e com pouco destaque. De igual forma, a omissão de detalhes relativos aos custos e encargos, têm um grande impacto na decisão do investidor, comprometendo o próprio investimento.

O art.º 9.º, n.º 10 da Diretiva Delegada, exemplifica as variáveis a considerar na previsão de cenários, entre as quais os panoramas negativos do mercado, situações de crise financeira do produtor com riscos para a contraparte, a inviabilidade comercial do instrumento financeiro e a forte adesão por parte dos investidores aos instrumentos financeiros, em específico, com impacto negativo para a empresa de investimento.

No momento da conceção, o produtor deve indicar, para cada instrumento financeiro, as características que os clientes devem apresentar, adequadas para adquirir aquele mesmo instrumento. De certo modo, define o tipo de clientes para cada tipo de instrumento financeiro.

Ultrapassado este momento e passando para o momento um, a determinação dos requisitos de governo de produto mantêm-se, com um nível de granularidade diferente. A emissão do instrumento pelas entidades implicará a manutenção das ideias base do novo regime, na medida em que as características e informações sobre os instrumentos, a clareza e dimensão da informação que acompanha o ciclo de vida do produto, devem cumprir as exigências de proteção do investidor e garantir o bom funcionamento e estabilidade do mercado – princípios da proteção do investidor e da defesa do mercado. Este momento, *per si*, exige a realização de *appropriateness tests* quando haja aconselhamento no serviço disponibilizado, para garantir que o instrumento produzido se adequa ao cliente concreto. Na aprovação, o produtor tem o ónus de determinar as linhas gerais da sua distribuição, o que significa, que antes de ser colocado à disposição de quem vai distribuir, é essencial pensar nos canais mais adequados para quem vende, de acordo com o mercado-alvo.

Finalizado o momento um, os instrumentos podem ser recomendados e disponibilizados no mercado. Contudo, nem sempre a produção e distribuição se

confinam no mesmo interveniente⁹⁷. Na grande maioria dos casos, não são as empresas de investimento que produzem instrumentos financeiros que os disponibilizam no mercado, mas sim outras empresas de investimento – os distribuidores. O quadro normativo impõe regras claras quanto à necessidade de transmissão de informação entre uma empresa e outra, e este será o momento-chave para o desenvolvimento da atividade de distribuidor.

Quando as duas figuras não convergem na mesma entidade, a responsabilidade inerente ao cumprimento dos deveres é ajustada às funções de cada um dos intervenientes. Cada interveniente tem disponíveis informações diferentes sobre o produto e outros detalhes conexos, em especial o produtor que idealiza e desenha o produto numa fase importante do ciclo de vida do instrumento, porque se encontra na génese do instrumento financeiro, logo só quem o cria é que o conhecerá desde a raiz, sendo obrigado a transmitir essas informações aos distribuidores. Devem assegurar a comunicação entre os intervenientes, através da passagem de informações essenciais para a distribuição dos instrumentos. Considera-se informação essencial a identificação das características do instrumento e a que potenciais investidores o mesmo se dirige.

O Relatório da IOSCO sustenta que a responsabilidade dos emitentes e distribuidores deve distinguida face à dos investidores, sobretudo em caso de problemas decorrentes da realização do investimento⁹⁸. No ponto 28 do reporte final da Consulta Pública da ESMA⁹⁹, é feita uma abordagem da divisão de responsabilidades entre produtores e distribuidores no que diz respeito à definição do mercado-alvo, como já foi referido no ponto anterior. Na prática este problema de distinção e atribuição de responsabilidades é mais evidente, como poderemos verificar no capítulo dedicado aos casos de estudo.

Por este motivo, no caso do regime de governo de produto os requisitos implicam um forte compromisso assumido pelas entidades, no cumprimento dos mesmos.

⁹⁷ “Caso uma empresa de investimento disponibilize ou recomende instrumentos financeiros que não tenham sido por ela produzidos (...)”, art.º 16º, n.º 3, § 6 da DMIF II.

⁹⁸ “Once again, the issuers’ responsibility should be distinct from the responsibility of distributors towards its customers.”, in “Regulation (...)”, p. 29.

⁹⁹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf.

No momento dois, durante a distribuição, o ónus recai em grande medida, no distribuidor. No entanto, o produtor não se pode eximir na transmissão das informações suficientes, claras e precisas sobre o instrumento e destinatários.

Relativamente aos momentos três e quatro, passamos para a esfera do distribuidor. Todavia, veremos que o produtor voltará a atuar no momento quatro, após a venda. Mesmo no decorrer do investimento, há obrigações para ambos os intervenientes.

2.2. Distribuidor

O distribuidor¹⁰⁰, sujeito ao cumprimento das obrigações decorrentes dos requisitos do regime de governo de produto, tem a seu cargo outras responsabilidades. Surge numa etapa da vida do instrumento financeiro mais avançada, o que não exime o produtor da sua colaboração durante o processo de distribuição¹⁰¹, quando seja solicitada.

Vimos que as atividades de produção e distribuição, podem não ser executadas pela mesma entidade e, é desta perspetiva que partiremos para analisar o papel do distribuidor.

Em primeiro lugar, o distribuidor deve conferir as informações que lhe foram transmitidas. Na linha de raciocínio anterior, no momento dois, o distribuidor terá de reunir todas as informações e características dos instrumentos financeiros e do destinatário final dos instrumentos. A divisão clara de deveres inerentes a cada função implica a boa comunicação entre os intervenientes e o empenho conjunto no cumprimento dos requisitos. Também no caso do distribuidor, os órgãos de administração têm uma intervenção primordial, pela responsabilidade inerente à posição institucional e consequente tomada de decisão, com o envolvimento das funções de auditoria e *compliance*.

No momento três, compete ao distribuidor atuar em grande plano. A Diretiva Delegada especifica que a grande preocupação do distribuidor, com a finalidade de recomendação e venda de instrumentos, deverá ser a reunião de informações sobre o

¹⁰⁰ A definição do conceito de distribuidor surge no Considerando 15 e art.º 10.º, n.º 1 da Diretiva Delegada, “(...) empresas de investimento, ao decidirem quanto à gama de instrumentos financeiros emitidos por si próprias ou por outras empresas e aos serviços que pretendem propor ou recomendar aos clientes (...)”.

¹⁰¹ “*If appropriate in their relevant legal framework, IOSCO members could consider whether to require or encourage issuers to take some level of responsibility for how products are distributed to retail investors. This would not require issuers to double-check the suitability of individual sales but would involve issuers evaluating whether the general distribution strategy developed by the issuer is appropriate for the target market.*”, in “*Regulation (...)*”, p. 28.

instrumento – aquelas que foram definidas pelo produtor e que encaminharão, em grande medida, o trabalho do distribuidor – de modo a ajustar ao investidor em concreto.

Uma vez que a ESMA define distribuição como um conceito amplo, a tarefa do distribuidor depende da natureza do serviço de investimento e do tipo de produto¹⁰². Por este motivo se referiu anteriormente que o distribuidor, com base nestes dois elementos, deverá definir o mercado-alvo do produto. A ESMA adjetiva esta definição de mercado-alvo pelo distribuidor, como uma definição real¹⁰³. Na sua posição, cruza a informação geral e abstrata, resultado da fase de produção, com a informação concreta sobre o cliente – mais concretamente, sobre a experiência e conhecimento do mesmo¹⁰⁴.

Quanto às entidades, entre produtor e distribuidor, se apenas um está abrangido pela DMIF, a resposta é clara. A ESMA esclarece que se aplica, se os instrumentos são produzidos por uma entidade que não se enquadra no âmbito do diploma, os distribuidores devem aplicar os requisitos do regime de *product governance*. No entanto, são poucas as entidades produtoras que ficam de fora do âmbito de aplicação da DMIF II, art.º 1.º, n.º 1.

Não obstante, levantam-se questões sobre a dificuldade para a entidade distribuidora, que terá de verificar a informação e os respetivos documentos com cuidado redobrado, pelo facto de envolver um produtor *non-MiFID*. Ainda assim, a entidade produtora pode publicar e transmitir informação respeitante aos requisitos listados na Diretiva Delegada.

Subscrito o produto pelo investidor, na fase do pós-venda, no momento quatro a empresa de investimento tem de disponibilizar relatórios aos investidores sobre o serviço prestado, bem como prestar comunicações periódicas aos investidores, em suporte duradouro¹⁰⁵, para que este possa acompanhar o investimento de perto e, ao mesmo tempo, ter consciência do ponto de situação e de todos os custos associados. Nesta fase devem ser prestadas informações ao produtor, sendo-lhe reportada a receção dos instrumentos no mercado e a opinião do cliente final, sobretudo quando haja alguma

¹⁰² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf - Q3, p. 19.

¹⁰³ “The distributor’s target market identification (i.e. the ‘actual’ target market for that product) (...)”, in “Guidelines on (...)”, p. 37.

¹⁰⁴ A ESMA considera que “(...) should be conducted as part of the general decision making process about the range of services and products the distributor is going to distribute. Hence, the actual target market identification should occur at an early stage, when the firm’s business policies and distribution strategies are defined by the management body and, on an ex-ante basis (i.e. before going into daily business).”, *idem*, p. 35.

¹⁰⁵ Art.º 25.º, n.º 6.

alteração ou atualização e, mesmo sem iniciativa do produtor, o distribuidor pode comunicar algumas questões que ache prementes de serem tratadas.

O intuito é acompanhar o comportamento do investimento e continuar com a emissão de instrumentos que não sejam nocivos para os investidores e para os mercados e, para tal, é preciso olhar para o instrumento na sua totalidade e, em particular, para todos os fatores. Entre eles, os riscos (fator já referido), o desempenho do instrumento financeiro, pois áreas que contactam com o cliente mais de perto são essenciais. Numa perspetiva operacional, os departamentos com estas funções têm uma maior consciência do resultado e consequências da venda de determinados produtos e da satisfação dos clientes.

Como reverso da moeda, as instituições apontam para um aumento dos custos operacionais para garantir o cumprimento destas obrigações. Contudo, e considerando os objetivos primordiais da DMIF II, como sendo a proteção do investidor e o funcionamento eficaz do mercado, mitigando assim os possíveis resultados negativos, quer nos mercados financeiros, quer na economia global, estes custos operacionais podem evitar perdas futuras.

2.3. Investidores

O investidor é a grande preocupação nos mercados financeiros, particularmente para as instituições de regulação e supervisão, pois “...é indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção e permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a União...”¹⁰⁶. Sofia Rodrigues, sobre a proteção dos investidores, alerta para a importância de dois princípios – princípio da proteção do investidor e princípio da defesa de mercado, basilares na DMIF – e na relação entre eles. A autora encara a matéria de proteção do investidor como uma questão de interesse público¹⁰⁷. Dos dois princípios enumerados, entende que “[m]ais importante que tomar posição quanto a uma eventual hierarquização

¹⁰⁶ Considerando 2 da DMIF II.

¹⁰⁷ “O exposto permite-nos afirmar, como consequência do reconhecimento de um interesse público inerente ao correcto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a prevalência desse mesmo interesse sobre o interesse privado de um participante em tal mercado, seja ele emitente, intermediário financeiro ou mesmo investidor. O que significa que a existência de uma disciplina jurídica adequada à proteção dos investidores se torna, em si mesma, numa questão de interesse público, devendo incrementar-se também nessa perspectiva. Não se trata, neste sentido, de proteger um agente do mercado mas o mercado em si mesmo.”, in “A Protecção dos (...)”, p.25.

destes princípios é reconhecer a possibilidade de as relações entre ambos serem de sobreposição, dependência ou mesmo complementaridade.”¹⁰⁸.

Esta relação aos dois princípios, evidencia-se a relação entre as contrapartes, no âmbito da negociação de instrumentos financeiros. Há uma relação de dependência entre quem cria/vende o instrumento e quem o compra, daí a sobreposição, e complementaridade, sem esquecer o interesse que os motiva e que é comum a ambos, o lucro, embora em sentidos opostos. Não obstante, há quem perspetiva estes dois interesses em paralelo e, *a contrario*, outros têm uma visão de que ambos colidem¹⁰⁹.

Por estes motivos, se compreende que o papel do investidor, como defende a IOSCO, deverá ser mais ativo, e não o contrário. Na interação distribuidor e cliente, este deve cooperar e contribuir para o cumprimento das normas de governo de produto. Entre estas deve prestar as informações necessárias e suficientes sobre as suas características, conhecimentos, experiência e objetivos pretendidos.

O distribuidor, sob o desígnio do dever de adequação e orientações do produtor, recomenda os instrumentos financeiros, casuisticamente apropriados, considerando que, os instrumentos financeiros na sua individualidade, focam-se no mercado-alvo definido pelo produtor. Além da definição dos potenciais investidores que podem investir nos instrumentos financeiros, em específico, é importante delimitar aqueles a quem não podem, de todo, ser vendidos (definição de “*negative target market*” como veremos no capítulo seguinte). Contudo, depende dos instrumentos, pois se forem de baixo risco, a entidade pode concluir que não há um grupo de potenciais investidores aos quais a venda daquele produto seja prejudicial.

No cômputo dos requisitos, a combinação instrumento financeiro e cliente pressupõe a definição do mercado-alvo e, posteriormente, a implementação de estratégias de distribuição adequadas e previamente definidas pelo produtor, bem como a adequação do serviço disponibilizado.

¹⁰⁸ A autora vai mais além e explica os três adjetivos da relação dos princípios, “Sobreposição na medida em que muitas das exigências consagradas para assegurar o funcionamento regular, transparente e eficiente dos mercados se traduzam também em medidas de protecção dos investidores; dependência porquanto não existe mercado sem investidores tal como não existirão investidores sem mercado; complementaridade, porque o princípio da protecção dos investidores postula a protecção da confiança individual e o da protecção dos mercados, por sua vez, se funda na protecção da confiança colectiva.”, *idem*, p. 26.

¹⁰⁹ Veja-se “EU Regulation (...)”.

Pela exposição de factos e argumentos até então, não podemos dizer que há uma arquitetura aberta. A responsabilidade adjacente aos dois intervenientes, surge como um reforço da importância da mesma. Comprometem-se a definir o mercado-alvo, ainda que em fases e perspectivas diferentes, e assegurar que o distribuidor tem conhecimento efetivo das características dos produtos. Por outro lado, o cumprimento desta obrigação não é afetado pela falta de comunicação entre o produtor e o distribuidor, dado que o último assegura o seu cumprimento, na fase que lhe compete. Este reforço não lhe tira valor, muito pelo contrário, permite o ajuste dos intervenientes no exercício das suas atividades e, ao mesmo tempo, cumprimento dos deveres que lhes são incumbidos.

IV – O triângulo dimensional do regime de governo de produto

Analisado o regime de governo de produto e os intervenientes do mesmo, passamos à investigação das dimensões, que foram já referidas com brevidade, no papel dos intervenientes, aos quais estão associadas.

A ESMA explica¹¹⁰ que, aquando da definição da estratégia de distribuição, cabe ao produtor estabelecer as informações e detalhes relevantes a transmitir ao investidor, para que esses sejam comunicados ao distribuidor. Este, no âmbito das suas funções irá analisá-las, bem como a adequação ao mercado-alvo, desta vez numa visão mais próxima do investidor. Por sua vez, é definido o serviço de investimento adequado a cada instrumento financeiro.

Para compreender a relação triangular e retirar conclusões sobre a mesma, urge compreender cada uma das dimensões que a compõe.

1. A estratégia de distribuição

A articulação entre o produtor e o distribuidor, bem como a troca de informações entre ambos, é um ponto fulcral para a definição da estratégia de distribuição adequada ao mercado-alvo¹¹¹. Compreender a estratégia de distribuição e o que ela implica, exige um conhecimento profundo das exigências que o quadro normativo impõe ao produtor e distribuidor, pois é neste momento que poderão revelar-se as falhas na transmissão de informações entre o produtor e o distribuidor.

No que concerne ao órgão de administração das empresas de investimento, ou seja, das empresas que se dedicam à conceção e distribuição do produto, tem de considerar quais os instrumentos financeiros que pretendem produzir e/ou distribuir e o plano aplicável a todo o processo, mediante todos os fatores. As obrigações adstritas a este órgão, tem como objetivo garantir a segurança e eficácia do funcionamento do mercado, pois é daqui que parte o negócio, que deve ser devidamente ponderado. No entanto, há

¹¹⁰ “Orientações relativas aos requisitos da Diretiva MiFID II em matéria de governação”, p. 9.

¹¹¹ Nas orientações da ESMA, “A identificação do mercado-alvo do distribuidor (ou seja, o mercado-alvo «real» desse produto) deve ser efetuada no âmbito do processo geral de decisão sobre a gama de serviços e produtos que o distribuidor irá distribuir. Por conseguinte, a identificação do mercado-alvo real deve ocorrer numa fase inicial, quando o órgão de administração define as políticas comerciais e as estratégias de distribuição da empresa, e numa base ex-ante (ou seja, antes do início da atividade diária).”, in “Orientações (...)”, p.9.

casos em que o produtor e o distribuidor do mesmo instrumento financeiro, não correspondem à mesma empresa e, neste sentido, a DMIF II reforça a necessidade de intercomunicação entre elas. Previamente à distribuição é celebrado um acordo escrito, que formaliza a articulação entre o produtor e o distribuidor, embora não traduza na sua totalidade a definição de estratégia de distribuição. Este acordo escrito, define as “responsabilidades mútuas” das “empresas de investimento, sempre que colaborem, nomeadamente com entidades que não sejam autorizadas e supervisionadas (...) ou com empresas de países terceiros, para criar, desenvolver, emitir e/ou conceber um produto”, referências retiradas do art.º 9.º, n.º 8 da Diretiva Delegada. A redação deste número poderá ter interpretações diferentes. Pode entender-se que esta obrigação recai, apenas, sobre entidades não abrangidas pela DMIF II ou de países terceiros. Ou, a palavra “nomeadamente” pode ser interpretada no sentido de conferir maior ênfase ao acordo escrito, isto é, de este se revelar mais importante nos casos em que as entidades envolvidas não se enquadrarem no âmbito de aplicação, sem excluir as que estão abrangidas pela Diretiva. Ou, ainda, pode ser entendida como uma ressalva para estas duas realidades (não autorizadas e países terceiros), para evitar que fiquem à margem da obrigatoriedade de acordo escrito, por não se encontrarem no âmbito das DMIF II.

Na versão inglesa, a terminologia usada, “*including*”, pode ser interpretada como uma chamada de atenção para aqueles casos, sem esquecer os restantes. Por sua vez, a transposição da DMIF II, no aditamento ao CVM, acrescenta o art.º 309.º-H (sobre as competências dos intermediários financeiros quanto aos mecanismos de governação interna), concretamente o n.º 4, confere uma perspetiva mais ampla do n.º 8 do art.º 9.º. Refere que a obrigação do acordo escrito abrange “[o]s intermediários financeiros que colaborem com outros intermediários financeiros ou com entidades que não sejam intermediários financeiros e empresas de países terceiros”. Inclusive, a ESMA esclareceu a dúvida através das Q&A¹¹². Desta vez, refere-se “*that investment firms collaborating with other firms, including non-MiFID entities*”. Significa que a amplitude da obrigação é maior e o acordo escrito é celebrado em qualquer caso.

Voltando ao papel dos intervenientes produtor e distribuidor, na definição da estratégia de distribuição e no enlace dos objetivos de ambos, deixa de existir margem, para qualquer contraparte, de se eximir dos seus deveres e das suas responsabilidades.

¹¹² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf

Por um lado, o produtor tem de garantir a coerência entre os potenciais destinatários dos instrumentos financeiros (mercado-alvo) e a forma como se pretende distribuí-lo, recorrendo ao serviço de investimentos mais adequado¹¹³. Este deve propor o serviço de investimento mais adequado, pois foi ele quem criou o instrumento e que conhece na íntegra e ao detalhe as suas características. Por outro lado, o distribuidor deve assegurar a adequação da estratégia de distribuição à definição do mercado-alvo efetivo¹¹⁴.

Na definição da estratégia de distribuição, ao distribuidor está incumbida a tarefa de decidir sobre a informação que lhe foi transmitida, face à realidade do mercado, da gama de produtos que distribui e, consoante o tipo de investidores que recorre aos seus serviços, ajustar a estratégia de distribuição. Ainda assim são destacados determinados fatores a ter em consideração, mediante o caso concreto, pois poderá exigir uma abordagem da estratégia de distribuição mais ou menos rigorosa, cfr. o grau de proteção dos investidores que recorrem aos seus serviços de investimento, as características dos investidores - que exigem maior ou menor proteção - e as características do serviço de investimento, mediante disponibilização, ou não, de aconselhamento.

De acordo com o *supra* exposto, subtraímos que é deste vértice da relação triangular das dimensões do regime de governo de produto que partimos para as restantes. Ora, refletir e delinear sobre a estratégia de distribuição implica ter, ainda que em traços gerais, uma noção do pretendido quanto instrumento financeiro, os seus destinatários e os intervinientes mais próximos destes últimos.

¹¹³ “Nos termos do artigo 16.º, n.º 3, da Diretiva MiFID II, o produtor assegura que a estratégia de distribuição pretendida seja coerente com o mercado-alvo identificado e, nos termos do artigo 24.º, n.º 2, da mesma diretiva, toma medidas razoáveis para assegurar que o produto financeiro é distribuído ao mercado-alvo identificado. O produtor define a sua estratégia de distribuição de modo a que esta favoreça a comercialização de cada produto no mercado-alvo deste produto. Tal implica que, quando o produtor pode escolher os distribuidores dos seus produtos, envida todos os esforços para selecionar distribuidores que possam tipos de clientes e ofereçam serviços compatíveis com o mercado-alvo do produto.”, in “Orientações (...)”, p. 34.

¹¹⁴ “Por conseguinte, a identificação do mercado-alvo real deve ocorrer numa fase inicial, quando o órgão de administração define as políticas comerciais e as estratégias de distribuição da empresa, e numa base ex-ante (ou seja, antes do início da atividade diária).”, *idem*, p. 9.

2. A definição do mercado-alvo

Os instrumentos financeiros são criados com um propósito e com características próprias, nomeadamente quanto ao prazo ou risco inerente, adequando-se a diferentes interesses de investimento. Significa que, existem diversos fatores que cada investidor tem em consideração quando pretende investir. Essa heterogeneidade impõe a determinação de características dos destinatários, que se enquadrarão mais àquele instrumento.

Por identificação de mercado-alvo entende-se, as características e necessidades reveladas pelos investidores, com o qual o instrumento é compatível¹¹⁵. Importa, ainda, referir que quando falamos em mercado-alvo, há a distinção entre o potencial e o real. Como o próprio nome indica, o primeiro abrange os possíveis investidores, os que se prevê que venham a investir naquele produto financeiro, sendo um conceito ainda abstrato. O segundo traduz a concretização do mercado-alvo potencial, desde logo por prever que um conjunto de investidores reais que investem naqueles produtos, dadas as suas características. A diferença entre ambas está na fase do ciclo de vida do produto, como veremos adiante, na conceção e após a criação do produto financeiro.

2.1. Na conceção

Em matéria de requisitos de organização, a DMIF II impõe aos produtores que “especifique um mercado-alvo”¹¹⁶ e acrescenta que se devem enquadrar em cada categoria de investidores¹¹⁷, de acordo com o instrumento financeiro em produção e os riscos associados.

Para identificar o mercado-alvo potencial, o produtor deve considerar os critérios quantitativo e o qualitativo¹¹⁸ aplicáveis aos investidores.

¹¹⁵ Art.º 9.º, n.º 9 da Diretiva Delegada DMIF II.

¹¹⁶ Art.º 16º, n.º 3, § 3.

¹¹⁷ A DMIF II refere-se em grande medida ao “cliente”, mas entende-se a palavra investidor como mais adequada à presente investigação, partindo de uma ideia de que este destinatário como um interveniente no processo, sendo que a palavra cliente é uma figura mais próxima da empresa de investimento, fidelizado.

¹¹⁸ Para compreender melhor estes dois critérios e para servir de base ao produtor, no âmbito da categorização dos investidores no regime jurídico português, sobretudo na transposição da primeira versão da DMIF, em que os requisitos eram mais exigentes e pretendiam uma distinção mais profunda. No CVM, n.º 27, abril, p. 101, sobre a categorização de clientes, Rafaela Rocha entende que “Quem considerar que tem capacidade para tomar as suas próprias decisões de investimento, compreendendo os riscos envolvidos

A ESMA¹¹⁹ apresenta uma lista de cinco critérios, como método de definição do mercado-alvo: (i) tipo de clientes; (ii) conhecimento e experiência; (iii) situação financeira, com foco na capacidade para suportar perdas; (iv) tolerância ao risco e compatibilidade do perfil de risco/remuneração do produto; e (v) objetivos e necessidades do cliente.

O primeiro passo é, de acordo com os critérios elencados, definir em que categoria se enquadram os investidores, nos termos do disposto no art.º 317.º, n.º 1 do CVM. Este é o primeiro passo para orientar a definição, tal como defende Paulo Câmara, categorizar um investidor é um dever¹²⁰, especificar se se trata de um investidor não qualificado, qualificado ou de uma contraparte elegível. Vários autores debruçaram-se sobre a classificação dos investidores, mesmo antes da segunda revisão da DMIF, pelo que atualmente esta categoria, apesar de ser a primeira no topo da lista da ESMA, abarca tantas outras, como veremos doravante.

Passando à segunda categoria, um produto financeiro deve adequar-se ao investidor tendo em consideração os seus conhecimentos sobre a área financeira e se é ou não um iniciado no mundo financeiro, ou se, pelo contrário, já investiu antes e em que produtos investiu.

Na terceira, importa definir se aquele produto pode ser comercializado a um investidor com capacidade económico-financeira que lhe permita, ou não, suportar perdas e, se sim, qual o limite para esse suporte. Ainda que se revelem dificuldades em concretizar esse limite em valores, poderá ser definida uma “percentagem máxima de ativos que deve ser investida”¹²¹. Ou seja, conforme o investidor e a sua capacidade, pode ser balizado o máximo de ativos no produto em conceção, tendo em conta outros fatores, permitindo, assim, verificar se o investidor final se enquadrará no mercado-alvo traçado.

A quarta está muito relacionada com a anterior e, implica fazer a correspondência entre o risco do produto financeiro e a tolerância do investidor a esse mesmo risco, baseando-se para tal, na definição do perfil do mercado-alvo que está a ser efetuada. Ora, a

(teste qualitativo), (...)” e quanto aos requisitos quantitativos, depende da verificação de determinados fatores, da realização prévia de transações e a sua frequência, o tipo de instrumentos e se tem algum vínculo laboral no setor financeiro, de forma a ter conhecimentos mais profundos sobre a matéria.

¹¹⁹ “Orientações ...”, pp. 6-8.

¹²⁰ “A categorização dos clientes, nos termos analisados, não é opcional; corresponde antes a um dever do intermediário financeiro.”, in “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários ...”, p. 20.

¹²¹ “Orientações ...”, p. 7, ESMA.

palavra risco tem vindo a demonstrar ser um conceito bastante amplo, dado os vários tipos de riscos¹²² e a clareza com que cada entidade define o risco associado¹²³. A ESMA recomenda a definição e apresentação clara e concisa dos riscos, para evitar interpretações desfasadas da real definição, entre intervenientes¹²⁴, entre indivíduos pertencentes a cada interveniente.

Por último, a ESMA destaca como ponto final do regime de governo de produto, os objetivos do investidor. Apesar das bases se tratarem do cumprimento dos deveres na conceção, as características completam-se na definição do mercado-alvo e, só neste momento o produto financeiro pode chegar ao distribuidor, iniciando assim uma nova etapa do seu ciclo de vida.

Relativamente às exigências normativas aplicáveis ao produtor, a ESMA aponta três características dos produtos a ter em consideração na definição do mercado-alvo: (i) nível de complexidade; (ii) perfil de risco; e (iii) carácter inovador. A precisão de descrição de cada um deles depende do produto. Assim, no âmbito dos produtos em análise¹²⁵ e da definição do mercado-alvo, vigora o princípio da proporcionalidade, pois quanto maior a simplicidade do produto, menor o grau de precisão e detalhe da descrição do mercado-alvo. Significa que o principal objetivo é padronizar um mercado-alvo no momento em que se pensa num produto financeiro e, desta forma, a DMIF II vai à raiz da questão e determina condições específicas desde o início. No entanto, quanto mais pormenorizada a informação preparada pelo produtor mediante o produto em concreto, menos padronizada se revela. Os produtos personalizados, a título de exemplo, implicam uma exclusividade que afasta a padronização, passando a tratar-se de “fatos à medida”.

¹²² A título de exemplo, o risco reputacional, operacional, de câmbio, jurídico, entre tantos outros.

¹²³ No caso dos produtos financeiros complexos, com maiores riscos associados, o Regulamento PRIIPs que impõe regras ao produtor na preparação do DIF, quanto à sua forma e conteúdo, nomeadamente quanto à descrição do perfil de risco e de remuneração, desde logo através de indicador de risco, as respetivas limitações e descrição dos riscos, bem como a perda máxima potencial do investimento, entre outros elementos. A ESMA recomenda assim uma aplicação analógica das condições exigíveis aos PRIIPs. Quanto à Diretiva de OICVM determina a integração de processos e de sistemas de gestão de risco, a fim de evitar a “excessiva dependência” das agências de notação de risco, conforme o disposto no Considerando 2 do mesmo diploma, e possíveis consequências negativas que possam advir das avaliações das referidas agências. Os requisitos exigíveis e aplicáveis aos PRIIPs enquadram-se na realidade dos produtos financeiros e sociedades de investimento, inclusive pela facilidade de identificação do nível de risco pela “cor” apresentada no DIF, nos termos do disposto no art.º 6.º, n.º 5.

¹²⁴ Veja-se os principais intervenientes elencados no capítulo III.

¹²⁵ A presente investigação não se debruça sobre o regime aplicável aos PFC's, nem produtos estruturados, cujas características diferem dos demais pela sua complexidade, riscos associados e pelo investimento *per se*.

Definidas as características e objetivos do produto e, bem assim, estipulado o mercado-alvo, o produtor passa essas informações à empresa que irá proceder à distribuição dos produtos¹²⁶.

2.2. Posterior à conceção

O produtor assume define, inicialmente todas as características em traços gerais, nos termos do disposto no art.º 16.º, n.º 3 da DMIF II, e, como tal, é o responsável por transmitir todas as informações ao distribuidor e garantir que a estratégia de distribuição por ele definida *a priori*, será assegurada nas fases seguintes do ciclo de vida do produto.

O distribuidor terá outra visão do mercado-alvo, desta vez mais próximo do destinatário final e, como tal, irá definir o mercado-alvo real.

Desde logo, a empresa terá em consideração as suas políticas internas, procedimentos e estratégias de negócio. Nesta sequência, os órgãos de administração decidem quais os produtos que disponibilizarão aos investidores, tendo em conta todas as informações transmitidas do responsável pela produção.

Primeiramente, terá em consideração as características do produto, desde o capital de investimento, taxa, riscos, retorno e outras características essenciais em relação aos produtos financeiros¹²⁷, passando pelo serviço de investimento mais adequado ao produto, ou então o preferencial (sobretudo, quando a empresa de investimento em causa disponha aos investidores diversos serviços). Este procedimento inicial traduz-se numa primeira análise para o processo de decisão dos produtos e serviços.

Atento ao mercado-alvo, o distribuidor, no papel dos membros do órgão de administração, concretiza a determinação do produtor no mercado-alvo real, tendo já categorizados os seus investidores e tendo em conta o histórico dos mesmos.

¹²⁶ Art.º 16.º, n.º 3, § 5.

¹²⁷ Ana Perestrelo de Oliveira a propósito da DMIF II e da consultoria para investimento, em “O novo Direito (...)”, pp. 217 e ss., refere vários deveres aplicáveis aos Estados-Membros, entre os quais “O dever de conhecer o cliente (*know your client*) é, por seu lado, aprofundado, bem como o dever de conhecer o produto (*know your product*), antevendo-se, em termos mais amplos, a introdução de aperfeiçoamentos ao nível do governo do produto.”.

Se até então, as condições impostas pela DMIF II parecem demasiado abstratas e descontextualizadas das práticas e dos casos *sui generis*, nesta fase, a informação teórico-abstrata será transformada em detalhes concretos e informação real.

Nesta fase o triângulo da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviço de investimento é mais notório, dado que cada vértice está interligado com o outro¹²⁸. O produtor define a estratégia de distribuição, embora o distribuidor, encontrando-se na posse de informações mais detalhadas sobre os investidores em concreto, possa redirecionar as orientações que lhe foram transmitidas. A título de exemplo, se o produtor enquadra determinados perfis de investidores nas categorias de mercado-alvo positivo, mas o distribuidor poderá entender que alguns dos seus clientes, devido a alterações dos requisitos, não deverão poder subscrever aquele instrumento financeiro em concreto. Ou, pelo contrário, se um investidor é incluído na categoria de mercado-alvo negativo, não se considerando, assim, como apto pelo produtor de acordo com a definição do mercado-alvo, pode o distribuidor entender, relativamente ao investidor *in casu* enquadrá-lo na categoria oposta. Neste ponto revela-se a importância do distribuidor, através do *know your client* (define-se como “dever de obter informação sobre o cliente...”¹²⁹, de o conhecer) e do *know your product* (o “dever de conhecer produto”¹³⁰), o que não implica uma alteração da definição pelo produtor, mas antes uma adaptação ao investidor efetivo. Neste sentido, a ESMA classifica-a como a definição do mercado-alvo real¹³¹.

No papel de definidor do mercado-alvo real, o distribuidor combina a estratégia de distribuição com aplicação do mercado-alvo potencial e, uma vez que esta definição não exclui o dever de adequação, a ESMA¹³² salienta que antes da concretização deste dever e dos respetivos testes de adequação ao produto, o distribuidor garante a comercialização que o produto em concreto ao investidor, segundo o critério da compatibilidade. Ainda sobre o dever de adequação, o art.º 16.º, n.º 3, último parágrafo, salienta que os requisitos de organização ora aplicáveis, não invalidam “(...) os requisitos relativos à divulgação,

¹²⁸ A ESMA determina que “As empresas devem centrar-se especialmente nos serviços de investimento que serão utilizados para oferecer os produtos aos seus respetivos mercados-alvo.”, in “Orientações ...”, p. 10.

¹²⁹ Paulo Câmara, em “Os deveres de ...”, p.311.

¹³⁰ Definição de Ana Perestrelo de Oliveira, conforme se pode verificar na citação apostada na nota de referência 98.

¹³¹ “A obrigação do distribuidor identificar o mercado-alvo real e de assegurar que um produto é distribuído em conformidade com esse mercado-alvo real não é substituída por uma avaliação da adequação e tem de ser cumprida independentemente e antes dessa avaliação”, em “Orientações ...”, p. 10.

¹³² “Orientações ...”, p. 10.

adequação, identificação e gestão de conflitos de interesses e incentivos.”. Pode afirmar-se que o distribuidor terá um papel de “mediador” entre o produtor e o investidor, pois é nele que convergem a fase inicial da conceção e a fase da comercialização, a qual não se pode considerar a fase final, uma vez que a DMIF II estabelece regras para a monitorização dos produtos no pós-venda¹³³.

As empresas que se dedicam à atividade de comercialização de instrumentos financeiros possuem uma base de dados de investidores que recorreram aos seus serviços e produtos, que facilita a execução da tarefa de concretização de todo o processo de criação do produto e a definição, para os produtos em concreto, dos destinatários mais indicados para realização do investimento.

O distribuidor pode ainda realizar estudos de prospeção do seu mercado, tendo por base as características dos investidores que já tenham realizado investimentos através da sua empresa, através da gestão de informação interna, que lhes permita definir qual o tipo de investidores que recorre aos seus serviços, como o padrão de investidores, e investigar a possibilidade de comercialização de novos instrumentos financeiros.

Em suma, cumprida a exigência de transmissão da informação do produtor ao distribuidor e conseqüente avaliação da carteira de investidores, através de uma verificação exaustiva das características do produto e dos destinatários, a qual pode ser mais ou menos rigorosa na medida das características do produto, está o distribuidor em condições de iniciar a concretização da comercialização.

3. Os serviços de investimento

No ponto anterior foi abordado o papel do produtor e distribuidor, os quais, segundo as regras de governo de produto, definem, com funções individualizadas e numa perspectiva cooperativa, a natureza do produto, o mercado-alvo, a estratégia de distribuição e a natureza dos serviços.

Os distribuidores, que recomendam e comercializam, distinguem-se entre eles pelos serviços de investimento disponibilizados e, conseqüentemente, possuem tipos de clientes conforme os serviços. A ESMA destaca, inclusive, que “(...) a avaliação *ex-ante* do

¹³³ Art.º 9.º, n.º 7 da Diretiva Delegada.

mercado-alvo real é influenciada pelos serviços prestados, uma vez que pode ser realizada com mais ou menos rigor em função do nível das informações disponíveis sobre os clientes, as quais, por sua vez, dependem do tipo de serviços prestados e da aplicação das regras inerentes à sua prestação (...)¹³⁴. No entanto, a escolha do serviço de investimento tem por base a definição do mercado-alvo, pelo que se conclui que estas duas arestas do triângulo estão correlacionadas e não é possível analisar uma, sem abordar a outra.

Voltados somente para o serviço de investimento, importa esclarecer que o conceito de empresa é mais abrangente do que o conceito de serviços de investimentos, que se pretende estudar no presente trabalho, pois inclui: (i) empresas de investimento e instituições de crédito que prestam serviços e atividades de investimento; (ii) instituições de crédito, empresas de investimento e instituições de crédito que comercializam produtos estruturados; (iii) sociedades gestoras de OIC; (iv) sociedades gestoras de fundos; e (v) gestão de carteiras ou serviços acessórios¹³⁵. Pretendem-se, porém, debruçar sobre aquelas que prestam serviços e atividades de investimento.

Por sua vez, entre os vários tipos de serviços de investimento¹³⁶, os serviços que não beneficiam de aconselhamento exigem uma maior atenção ao caso concreto e proteção dos investidores, face aos restantes serviços de investimento¹³⁷. A execução de ordens, por exemplo, quer seja negociação por conta própria ou do cliente, não inclui aconselhamento ou recomendação, ao contrário da consultoria para investimento pois nestes casos há a prestação de informação e um “aconselhamento personalizado”¹³⁸. A execução de ordens, é o caso que provoca mais inquietações com a aplicação das normas, porque dificulta o cumprimento do dever de informação, sendo possível revelar-se insuficiente o *know your client* e de *know your product* das empresas em causa. Nestes casos, as empresas podem nem chegar a ter um contacto direto com o investidor. Ao

¹³⁴ “Orientações...”, p. 13.

¹³⁵ *Idem*, p. 4.

¹³⁶ A DMIF II pretende regular o máximo de empresas de investimento, de forma a abarcar todos os tipos de serviços, enumerados no Anexo I, Secção A do mencionado diploma, entre os quais receção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros, execução de ordens em nome de clientes, negociação por conta própria, gestão de carteiras, tomada firme de instrumentos financeiros e/ou colocação de instrumentos financeiros com garantia, colocação de instrumentos financeiros sem garantias, exploração de MTF e OTF.

¹³⁷ A ESMA destaca estes casos, “Em particular, os serviços de consultoria para investimento e de gestão de carteiras permitem um nível mais elevado de proteção dos investidores, em comparação com outros serviços prestados ao abrigo do teste de adequação ou do regime de mera execução.”, *in* “Orientações ...”, p. 13.

¹³⁸ Ana Perestrelo Oliveira, em “O novo...”, sobre “DMIF II e consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio”, p. 217.

contrário, no caso da consultoria para investimento as dúvidas em relação a investidores pontuais podem ser mais facilmente disseminadas, pelo acompanhamento e relação de proximidade com o cliente.

No caso do aconselhamento e recomendação de investimentos, devem ser cumpridas de modo mais rigoroso de solicitação e prestação de informação, sobre o investidor e instrumento financeiro respetivamente, conforme disposto no art.º 312.º-H do CVM. Com maior destaque, os art.º 314.º e 314.º-A do CVM enumeram todas as informações sobre os investidores, que devem ser reunidas. Estas, foram já referidas anteriormente aquando da análise do mercado-alvo no momento da conceção, e resumem-se aos conhecimentos, experiência, situação financeira, perfil de risco e objetivos do investidor.

No entanto, este serviço mais próximo do investidor revela algumas fragilidades, “Porém, se estão em causa sempre as mesmas preocupações de defesa do investidor e de idênticas formas de tutela (sobretudo perante os riscos comuns de *misselling*), o perigo de aconselhamento de produtos ou de serviços desadequados ao cliente assume particular gravidade perante a confiança acrescida depositada no aconselhamento prestado por um consultor especializado e vocacionado para o específico cliente.”¹³⁹. Ora, neste caso comprova-se que o risco das práticas de *mis-selling*, apontadas como uma das causas da alteração da DMIF II, e que são comuns em serviços de investimentos que podem proporcionar toda e qualquer informação e elucidar, da melhor forma, o investidor (o que nem sempre sucede).

Importa, para tal, compreender melhor os casos em que o investidor está menos protegido, aos quais a DMIF II impõe determinadas regras, conforme o disposto no artigo 25º, n.º 4. É o caso do disposto nas normas da DMIF II, determina a isenção de obtenção de informação ou realização do teste de adequação reunidas as condições previstas nas respetivas alíneas¹⁴⁰ e “(...) a alteração da noção de produto complexo faz reduzir o leque de produtos não complexos que podem ser transacionados no regime *execution-only*.”¹⁴¹.

¹³⁹ Ana Perestrelo Oliveira, em “O novo...”, p. 219.

¹⁴⁰ Aplica-se a isenção quando estejam em causa instrumentos financeiros específicos (ações e obrigações admitidas em mercado regulamentado, alguns instrumentos do mercado monetário, ações ou unidades de participação em OICVM, depósitos estruturados em casos específicos, ou outros instrumentos financeiros não complexos).

¹⁴¹ Ana Perestrelo Oliveira, em “O novo...”, p. 217.

A execução de ordens é regulada pelo CVM, nos artigos 314.º-D¹⁴² e 323.º¹⁴³, sobretudo em relação aos deveres informativos e de adequação. Na disposição destas normas é excluído o cumprimento da adequação da operação nos termos e para os efeitos do disposto no art.º 314.º do mesmo diploma, quando envolvam determinados instrumentos financeiros comercializados através de serviços de investimento específicos. Entre estas situações encontram-se o exemplo referido anteriormente, de produtos que não sejam produtos financeiros complexos e quando o intermediário financeiro adverte que nesses casos mais padronizados, não é obrigatório o cumprimento de alguns deveres.

No âmbito da atividade de prestação deste serviço em concreto, vale reforçar a referência da CMVM à Política de Execução de Ordens¹⁴⁴, a qual deve conter informações sobre a negociação respeitante a cada um dos instrumentos financeiros. Esta pode servir como métrica de prevenção à ocorrência das fragilidades deste serviço de investimento. No art.º 27.º da DMIF II a Política de Execução de Ordens das empresas de investimento é referida como documento essencial por forma a garantir um melhor resultado na execução de ordens. Este objetivo será assegurado pela tomada de medidas ao nível do “(...) preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza (...)”¹⁴⁵ entre outros fatores que contribuam para esta meta.

Quando o serviço em apreço, há requisitos do regime de governo de produto que se aplicam com uma ligeira adaptação dos anteriores à segunda versão da DMIF. Nestas circunstâncias, sobretudo quando envolviam produtos financeiros complexos, por ordem do investidor, era prestada uma advertência por parte da empresa que disponibilizava o produto de investimento, a esclarecer ao investidor do que estava em causa, pela possibilidade de se tratar de um instrumento inadequado ao seu perfil e de incumprimento dos deveres de conflitos de interesse pelo intermediário financeiro¹⁴⁶. Esta era prestada

¹⁴² O referido art.º 314.º-D do CVM, com a epígrafe “Receção e transmissão ou execução de ordens” (o artigo em causa foi alvo de alterações com a transposição da DMIF II para o ordenamento jurídico português), inclui neste tipo de serviços, os serviços auxiliares, que a DMIF II também enumera, na Secção B, do Anexo I.

¹⁴³ Aborda o dever de prestação de informação ao cliente através da informação periódica, contratual. A disposição da norma foi igualmente alterada, em virtude da transposição.

¹⁴⁴ Informação disponibilizada no âmbito da questão 40, publicada no site da CMVM, no seguinte [link - http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Informa%C3%A7%C3%A3oInvestidor/Diretiva%20dos%20Mercados%20de%20Instrumentos%20Financieros/Pages/Respostas-as-Perguntas-Mais-Frequentes-N.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Informa%C3%A7%C3%A3oInvestidor/Diretiva%20dos%20Mercados%20de%20Instrumentos%20Financieros/Pages/Respostas-as-Perguntas-Mais-Frequentes-N.aspx).

¹⁴⁵ Art.º 27.º, n.º 1.

¹⁴⁶ Paulo C., “Os deveres de ...”, pp. 318 e 319.

por escrito. Desta realidade podemos trazer à colação a importância da literacia financeira e do papel ativo que o investidor deve ter. Nestes casos mais específicos, de mera iniciativa de execução de ordens do investidor, este deve estar consciencializado dos termos e conteúdo do investimento que pretende realizar e não pode ser absolvido das suas responsabilidades.

Inclusive, a DMIF II define este serviço em nome dos investidores, como contratos de compra e venda de instrumentos financeiros, os quais incluem acordos de venda dos respetivos instrumentos¹⁴⁷.

No entanto, Paulo Câmara alertava para a necessidade do preenchimento dos requisitos cumulativos da execução de ordens, pois o incumprimento do “(...) dever de recolha de informação, dever de avaliação de adequação e dever de informação sobre a inadequação ou sobre a falta de informação obtida (...)”¹⁴⁸, resulta da ausência de pessoalidade. Face a esta situação, não há prestação de informações, pela padronização dos instrumentos e falta de contacto direto com o cliente. Ainda assim, o cumprimento do dever de adequação fica muito aquém do que se veio a revelar essencial com os factos praticados nos mercados financeiros. Todavia, este serviço prestado através da *Internet*, como refere Paulo Câmara, permite o acesso a informação por parte do investidor e bem assim, disponibilidade de informação que, por outros meios, não aconteceria. Deste ponto de vista o investidor não é inócuo e deve procurar reunir a informação essencial, disponibilizada por outros meios.

Por conseguinte, a última palavra será a do investidor e é sobre as indicações e objetivos deste, que o distribuidor se irá orientar.

No serviço de investimento surgem algumas especificidades que na prática se revelam dúvidas. Estas exigem por parte do distribuidor, a assunção de uma posição mais rigorosa na aplicação das regras, em especial quando os deveres de informação e adequação não são cumpridos na íntegra, sem aconselhamento personalizado e o investidor pode ficar numa situação frágil.

Nesta zona cinzenta, que coloca o distribuidor num impasse quanto à disponibilização do instrumento financeiro com ou sem aconselhamento, pode revelar-se vantajoso. Assim, este pode optar por seguir uma via mais prudente de forma a reunir o

¹⁴⁷ Art.º 4.º, n.º 1, 5).

¹⁴⁸ Paulo C., “Os deveres de ...”, pp. 318 e 319.

máximo de informação do cliente (consoante o tipo de investidores que procura a sua empresa de investimento): conhecimentos e experiência, situação financeira, perfil de risco, objetivos e necessidades.

Vale, então, o princípio da proporcionalidade, na medida em que quanto menos aconselhado for o investidor e, neste sentido, mais escassas forem as informações disponíveis, maior o dever de cuidado em reunir o máximo de informação sobre o investidor ou disponibilizar o máximo de informação dos produtos, advertindo o cliente sobre o risco de inadequação. Neste caso, o dever de informação não é salvaguardado na sua plenitude, devem recorrer às informações constantes na empresa de investimento sobre aquele investidor *in casu* e, se não existir informação suficiente quanto ao investidor em concreto das normas emergentes da DMIF II e da transposição para o CVM, há duas formas de colmatar essa lacuna:

- i) Da informação transmitida pelo produtor, o distribuidor define o mercado-alvo real com base na categorização dos seus clientes e dos serviços prestados. Isto significa que, na execução de ordens, o distribuidor terá de considerar, em primeira instância, se o investidor se inclui na categoria de clientes adequada ao produto em concreto e ao serviço de investimento. Desde logo, os investidores que se iniciam nos mercados financeiros podem não ser incluídos nesta lista, por não existirem diligências prévias à obtenção de informação e à submissão do teste de adequação para avaliar o investidor face ao produto que pretende subscrever. No caso da execução de ordens, a subscrição é quase instantânea e, por este motivo, o distribuidor tem de estar munido do máximo de informação possível, ou do mínimo que lhe permita executar a ordem ou decidir que não é aplicável;
- ii) Quando não reúnem informação relativa ao investidor, a empresa é obrigada a comunicar ao investidor tal facto, alertando para a dificuldade de concluir a compatibilidade ou incompatibilidade do investidor ao produto em concreto e, pelo facto de atuarem sem aconselhamento¹⁴⁹. Assim, as empresas devem estar munidas de alertas modelo, por forma a informar o investidor com a maior brevidade possível se pode avançar com o investimento ou não.

¹⁴⁹ “Orientações ...”, p. 14.

Concluindo, quando se fala em execução de ordens, o distribuidor deve ser mais prudente, efetuar uma avaliação mais rigorosa, uma vez que na proteção do investidor, não é assegurado um acompanhamento face a outros serviços. Depende, em grande medida, do instrumento financeiro em apreço, o que não significa que quando haja aconselhamento personalizado se possa descurar do cumprimento das normas do regime de governo de produto, pelo contrário. Nestes casos é necessária uma atenção redobrada ao cumprimento dos deveres de organização e de conduta.

V – Estudo Jurisprudencial

O estudo de um tema na área de Direito Financeiro, que incluiu a análise da recente implementação de uma Diretiva no regime jurídico português, desperta a necessidade de realização prática, para uma melhor compreensão das alterações. Neste sentido, surgiu a hipótese de complementar o Relatório com a inclusão de um caso real, para assim compreender as modificações pretendidas com a segunda versão da DMIF.

Revelou-se impreterível estudar um caso real, cujos factos tenham sido já provados, para que este estudo se sustente numa base sólida e assim, analisaremos uma decisão jurisprudencial.

Nesta sequência, foi escolhido um Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, um caso que envolve questões de Direito de Valores Mobiliários. Os motivos que estão na génese desta opção são o facto de se tratar de uma decisão de última instância, sendo que o tribunal *a quo* julgou a ação improcedente, o tribunal de segunda instância confirmou esta decisão, tendo o Autor - investidor no caso em concreto -, interposto recurso revista. Por ter sido uma questão que encontrou uma diferente solução no final e por terem sido discutidas matérias comuns ao presente Relatório, será então analisado o Acórdão do STJ de 17/03/2016, proferido no âmbito do processo n.º 70/13.1TBSEI.C1.S1¹⁵⁰.

No decurso da exposição da fundamentação de facto e de direito, bem como de outros elementos informativos constantes no Acórdão, designadamente a denominação das partes envolvidas corresponde às referidas no mesmo. Posteriormente à exposição dos factos e dos aspetos mais relevantes do processo, diretamente relacionados com o tema do Relatório, serão delineadas algumas considerações sobre o exposto face à realidade anterior, comparativamente com as normas em vigor.

1. Apresentação do caso de estudo

1.1. Das decisões anteriores

O Autor do processo em causa, intentou uma ação declarativa, na qual pedia a condenação solidária dos Réus (Banco BB e Banco CC), ao pagamento da quantia de €

¹⁵⁰ Acórdão disponível em – <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/-/0EA4FD853C983A8980257F7A00355C4C>.

191.647,50, acrescida de juros à taxa legal. Como cliente daquela instituição de crédito, foi-lhe sugerido um investimento do valor monetário depositado na conta da qual era titular. Este alegou que apenas investiria, caso o investimento fosse totalmente seguro e, posteriormente investiu em papel comercial.

No ano seguinte, em 2009, recebeu uma quantia, correspondente aos juros aplicáveis. Contudo, devido a um processo de reestruturação e compra do Banco, em 2011 o investidor não obteve o retorno do capital investido.

Importa referir que, relativamente ao processo de reestruturação do Banco, este tema e o risco de crédito em causa não são objeto de estudo no presente capítulo. Deste caso, são abordadas as questões no âmbito do Direito de Valores Mobiliários, mais concretamente da comercialização dos instrumentos tal como ocorreu à data.

Na contestação, o Banco CC veio indicar que passou a ser titular de todos os direitos e obrigações do Banco BB após um projeto de fusão. Entre vários fundamentos que, não sendo a entidade a responsável pela emissão do papel comercial, lhe tinha sido transferido valores monetários para proceder ao pagamento do valor correspondente aos juros, embora não tivesse assumido essa responsabilidade e a do reembolso do capital investido. Acrescentou, ainda, que o Autor tinha sido informado que, além do depósito a prazo “(...) havia a hipótese de adquirir um produto emitido por uma empresa pertencente ao mesmo grupo empresarial do BB (...)”¹⁵¹, conforme redação do Acórdão, com juros superiores face aos do depósito a prazo.

Mediante a contestação do Banco, em Réplica, o Autor, demonstrou a sua intenção em dar continuidade ao processo, mas contra o Banco CC e refutou a alegada prescrição, apoiando-se nas promessas dos Réus em reembolsar o capital e juros.

Posteriormente, veio o tribunal absolver o Banco CC da instância e alterou a denominação do Banco BB e do Banco CC, para Banco EE, S.A..

Decidiu o tribunal de primeira instância pela improcedência da ação, cuja decisão foi ulteriormente confirmada pelo Tribunal da Relação de Coimbra, sendo o Réu absolvido.

¹⁵¹ P. 3 do Ac..

1.2. Das questões de facto

Decorre da matéria de facto apresentada *in casu* que:

- I. O autor é titular de uma conta no “Banco BB”;
- II. Inicialmente a conta apresentava um saldo de € 150.000,00;
- III. O autor foi interpelado pela gerente do balcão onde precedeu a abertura de conta, para investir o dinheiro num produto de taxa de juro favorável e após essa sugestão, aplicou o seu dinheiro;
- IV. Neste sentido, foi-lhe sugerido que investisse em papel comercial apresentada uma proposta ao AA, pela mesma gerente, de investimento em papel comercial «CNE, S.A.» e o AA subscreveu o documento “Comunicação Cliente”;
- V. Para a referida subscrição, foram creditadas as seguintes quantias, a título de juros e em virtude do investimento realizado:
 - a) Primeiramente foi creditada a quantia de € 1.937,68;
 - b) Mais tarde, foi creditada a quantia de € 2.400,00;
 - c) E, posteriormente, creditou-lhe € 2.400,00;
- VI. O Banco BB recusou efetuar o reembolso do capital e dos respetivos juros, afirmando que seria da responsabilidade da “CNE, S.A.”;
- VII. O AA alertou o Banco que pretendia investir apenas no caso em que o rendimento e a recuperação da quantia investida fosse garantida, sem qualquer risco;
- VIII. A aplicação teria um rendimento anual garantido de 5,553%, não existindo qualquer risco pelo que o reembolso era garantido;
- IX. O Banco apresentava uma boa relação de confiança perante o investidor;
- X. O AA investiu €150.000,00 em papel comercial, dividido em três tranches de valor igual, ou seja, € 50.000,00, tendo subscrito um documento previamente preparado;
- XI. O Banco efetuou o reembolso de uma quantia de juros, facto que reforçou a relação de confiança do investidor na instituição e no produto de investimento;

- XII. A par destes pagamentos não foram realizados os subsequentes, facto que alertou o investidor e o levou a questionar a razão para o sucedido, tendo sido informado da reestruturação em curso e que o reembolso estava assegurado;
- XIII. Uma vez que não foi cumprida a obrigação do reembolso, o AA solicitou o reembolso do capital, que lhe foi negado, “remetendo o réu a responsabilidade para a «CNE, S.A.»”¹⁵²;
- XIV. O investidor não recebeu, em qualquer momento, uma nota informativa sobre o produto;
- XV. A informação interna do Banco confirmava que se tratava de um produto seguro e fiel, sólido e de rentabilidade demonstrada desde 2001 e que a «CNE, S.A.» pertencia ao grupo empresarial do Banco, assegurando este a solvabilidade do produto;
- XVI. O sucesso da estratégia do negócio foi reiterado internamente em vários momentos;
- XVII. Uma nota de serviço (IS) nº 19/01, de 05/02/2003, relativa ao assunto “mercado de capitais”, salientava a garantia de solvabilidade do papel comercial emitido pelo Banco BB;
- XVIII. Aos factos constantes na primeira instância, o Tribunal da Relação aditou um outro. No momento da aplicação do produto, informaram o AA de que o produto tinha garantia de reembolso semelhante à do Banco, pois a empresa emitente pertencia ao seu grupo empresarial.

1.3. Das questões de Direito

No recurso de revista interposto pelo AA, foram apreciadas diversas questões: (i) qualificação jurídica da operação bancária; (ii) o prazo de prescrição do art. 324.º, n.º 2 do CVM; e (iii) responsabilidade civil do intermediador financeiro pelos danos causados ao cliente.

¹⁵² Ac., p. 6.

Das três questões discriminadas *supra*, a análise debruça-se sobre as matérias e detalhes relacionados com o tema do Relatório.

Primeiramente, entendeu o tribunal que a operação assumida pelo Banco em apreço se tratou de uma atividade de intermediação financeira, definida como a mediação da oferta e da procura no âmbito do mercado de capitais¹⁵³. Da facticidade o tribunal dessume que, o contrato celebrado neste caso concreto, se trata de contrato de intermediação financeira¹⁵⁴, cujo objeto se resume à prestação de serviços de intermediação financeira.

Passando ao instrumento financeiro em causa, o papel comercial, é regulado por um regime específico¹⁵⁵, definido no art.º 1.º, n.º 2 do regime jurídico como “São papel comercial os valores mobiliários representativos de dívida emitidos por prazo igual ou inferior a 397 dias.”, assinalando o STJ que tem este tem como finalidade suprir necessidades de liquidez imediata.

Dos factos provados conclui-se que o AA só aceitou o investimento que lhe foi proposto pelo Banco, tendo por base a relação de confiança com este e da segurança garantida ao AA, pois não implicaria riscos de perda de capital e cujo rendimento era totalmente seguro.

Ora, a data da conclusão do negócio corresponde ao momento da subscrição do documento que formalizou o negócio. Porém, só numa fase posterior o investidor teve a perceção dos termos de negócio, quando percebeu que poderia perder capital e solicitou o retorno do mesmo, data que não foi apurada, o qual lhe foi negado. Como não foi transmitida qualquer nota informativa, e considerando que o investidor se limitou a subscrever o documento, nos termos e para os efeitos do disposto no art.º 342.º, n.º 2 do CC, o ónus da prova recai sobre o Banco e assim provar em que data o AA teve acesso à informação. Desta forma, o Banco alegou “[a]inda que antes não soubesse exactamente as condições da subscrição do produto financeiro em causa, a verdade é que sabia que ele se vencia a 26-01-2009, e que nessa data deveria ter sido reembolsado do capital investido”¹⁵⁶. Não tendo sido provado o momento em foram conhecidos os termos e condições do negócio por parte do AA, o STJ considerou que “(...) esta ausência de prova funcionará contra o

¹⁵³ Por seu turno, o CVM determina que estas atividades se tratam de serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros, nos termos do disposto no art.º 289.º, n.º 1, al. a) e define apenas quem são os intermediários financeiros no art.º 293.º, n.º 1, al. a).

¹⁵⁴ Ac., p. 7.

¹⁵⁵ DL n.º 69/2004, de 25 de março, diploma que já foi alvo de atualizações.

¹⁵⁶ Ac, p. 10.

rêu, beneficiário do invocado prazo de prescrição (...)”¹⁵⁷. Na defluência dos factos, não foi possível verificar-se o prazo de prescrição.

Por seu turno, sobre a atuação com dolo ou culpa grave, a exceção prevista no art.º 324.º, n.º 2 do CVM, o STJ considerou os interesses decorrentes desse artigo, a relação entre o banco e o investidor, a relação de confiança e os deveres de informação, lealdade, cuidado e boa-fé.

Do dever de informação, recorrem ao disposto no art.º 312.º, n.º 1 do CVM na fase pré-contratual, que deve ser cumprido de acordo com o corolário do princípio da proporcionalidade. Isto é, quanto mais complexo e arriscado for o investimento, maior a exigência do cumprimento desse dever, com especial atenção para os investidores enquadrados na categoria de não qualificados.

Perante os factos apresentados, entendeu o STJ que estão em causa técnicas de venda agressivas, utilização de informação enganosa ou omissão de informação que motivaram o investidor a subscrever um produto, que de outra forma não o teria feito. Assim, a conduta do intermediário financeiro demonstrou que este agiu de forma grave, tal como foi qualificada a culpa do mesmo e preenche a exceção, em conformidade com o disposto no art.º 324.º, n.º 2 do CVM.

Afastadas estas questões, coube ao STJ o conhecimento oficioso da responsabilidade do intermediário financeiro pelos danos causados, pelo preenchimento dos pressupostos da responsabilidade contratual¹⁵⁸, inserida na categoria de responsabilidade do intermediário financeiro nos termos do art.º 314.º do CVM.

Na aceção do dever de informação¹⁵⁹, este não foi respeitado dada a falta de informação na aquisição do valor mobiliário. O incumprimento do dever de informação e os danos causados remetem, ainda que não seja o tema principal do presente estudo, para a responsabilização pelas práticas e as suas consequências. No caso concreto, pelo envolvimento de uma instituição de crédito, o incumprimento do dever referido enquadra-se no disposto no art.º 75.º do RGICSF, tal como se refere na sentença. No douto Ac. en-

¹⁵⁷ Idem.

¹⁵⁸ Cfr. disposto no art.º 798.º do CC, “O devedor que falta culposamente ao cumprimento da obrigação torna-se responsável pelo prejuízo que causa ao credor.”.

¹⁵⁹ A propósito relembra-se acerca dos elementos do dever de informação, outros deveres conexos e dos princípios elencados no art.º 312.º do CVM.

quadram-se as circunstâncias numa modalidade intermédia da responsabilidade civil, entre a contratual e a extracontratual, aplicando a disposição do art.º 799.º do CC e, por isso, há presunção de culpa. Seguindo a opinião de Menezes Cordeiro¹⁶⁰, citado na decisão, o incumprimento da obrigação de prestação de informação, impende sobre a parte a que estava obrigada a responsabilização pela violação do mesmo.

Sustenta-se a ideologia da relação de confiança entre o Banco e o cliente, a qual exige uma conduta do Banco uma conduta correspondente à confiança depositada pelo cliente. Acrescenta-se a esta ideologia, as obrigações dos intermediários financeiros, de agir o estrito cumprimento dos interesses do investidor – através da observância dos ditames da boa-fé, diligência, lealdade e transparência –, contribuindo para o eficaz funcionamento do mercado financeiro.

Quanto aos conhecimentos e experiência do investidor, na situação em apreço, o AA foi categorizado como investidor não qualificado, o que exige especial cuidado para que a informação transmitida possa ser compreendida segundo o critério do destinatário médio¹⁶¹. Essa informação deve chegar à esfera do investidor em tempo útil, medido pelo tempo necessário para que possa tomar uma decisão consciente.

Quando o Banco afirmou que se tratava de um produto sem riscos e de reembolso, do capital e juros garantidos, estava a assumir um compromisso e a responsabilidade inerente ao mesmo, perante o cliente¹⁶².

O Banco, na qualidade de intermediário financeiro, não informou o investidor sobre a natureza do produto, bem como não esclareceu que a entidade emitente era uma terceira entidade. Apoiada no facto de que essa pertencia ao grupo empresarial, sustenta a confiança por parte do investidor e reforça as garantias de segurança prestadas. A nota informativa sobre o papel comercial, veio mais uma vez reforçar o compromisso do Banco, enquanto intermediário financeiro, na assunção da “obrigação solidária”, entre as empresas do grupo, de modo a assegurar a solvabilidade da aplicação.

¹⁶⁰ Vale referir a citação exposta no Ac. de Menezes Cordeiro, sobre a dupla presunção de ilicitude e de culpa, “Perante a falta de cumprimento, presume-se que: o devedor não cumpriu, violando as normas jurídicas que mandam cumprir. Ilicitude; o devedor incorre no correspondente juízo de censura”, pp. 12-13.

¹⁶¹ De acordo com o disposto no art.º 312.º-A CVM.

¹⁶² Recorrendo o STJ à norma do CC que fixa os critérios interpretativos das declarações negociais, com base no critério do declaratório médio ou normal, art.º 236.º, n.º 1 CC.

Em suma, foi concedida revista, revogando o acórdão recorrido e o Banco foi condenado ao pagamento do dano, correspondente ao capital investido (€ 150.000,00), ao qual acrescem os juros à taxa de rendimento anual (5,553%) e os juros de mora (desde a citação até ao pagamento integral a que foi condenado), pelo prazo fixado (4 anos) e subtraindo-se o montante dos juros que já tinha sido pago ao AA.

2. O caso de estudo à luz do regime de governo de produto implementado pela DMIF II

Posteriormente ao escrutínio da facticidade dos casos em apreço, bem como dos elementos doutrinários e jurisprudenciais que resultam da análise dos mesmos, importa agora reintegrar a informação dos primeiros capítulos, com os factos como sumula comparativa das decisões tomadas, judicialmente, com as regras aplicáveis hodiernamente.

Observando o caso através dos “binóculos” da DMIF II, podemos detetar alguns pontos comuns com o regime de governo de produto, embora atualmente com uma imagem diferente, em conformidade com a terminologia e raciocínio desse mesmo diploma: estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviço de investimento.

Antes de percorrer a trilogia dimensional do regime de governo de produto, verificam-se as causas apontadas no início deste Relatório e que são evidentes neste caso.

2.1. Causas

Entre as causas elencadas no capítulo II, a iliteracia financeira, assimetrias de informação e práticas de *mis-selling*, é possível identificar alguns indícios no caso de estudo.

Quanto ao nível de literacia financeira, não há detalhes suficientes acerca do nível de conhecimentos do investidor em apreço e seria necessário apurar informações mais concretas. Relembrando o 2.º Inquérito de Literacia Financeira, seria necessário reunir informações mais concretas sobre os indivíduos e colocar algumas questões para aferir as suas atitudes e comportamentos. Ainda assim, compreende-se que um investidor não qualificado, como é o caso, é uma evidência de um baixo nível de literacia financeira.

Por seu turno, estamos perante factos que demonstram assimetrias de informação, dado que uma parte possui mais informações sobre o objeto e conteúdo do negócio. Ora, verifica-se a essencialidade das informações prestadas e da compreensão de quem está a ser informado. Neste ponto, temos um “problema dos limões”, segundo Akerlof, dada a ausência de informações concretas, relativas aos instrumentos financeiros comercializados, sendo que a contraparte celebrou um negócio sem ter conhecimento de todas as características do produto. Da perspetiva da seleção adversa, *a priori* da subscrição, cremos que os intermediários financeiros já possuíam dos investidores, como clientes das instituições de crédito. Quanto ao risco moral, há evidências da incompletude da informação transmitida após a realização do negócio.

Da última causa, questiona-se se podemos inferir pela verificação das práticas de *mis-selling*? Acreditamos que será necessário obter mais informação sobre o sucedido para afirmar com toda a certeza que estamos perante práticas de *mis-selling*, embora seja evidente que antes do investimento e durante, as práticas não foram exímias, e como tal, revela uma urgência na alteração da conduta dos intervenientes e do processo inerente ao investimento, designado por governo de produto. Este caso é um exemplo dessa necessidade, tendo em consideração que muitas etapas inerentes ao processo de investimento eram esquecidas, desde o cuidado da definição das características, a importância do início do ciclo de vida do produto, até ao seu termo, assim como a falta de uma análise minuciosa dos destinatários dos produtos.

2.2. Estratégia de distribuição

No âmbito da estratégia adotada, importa salientar quanto ao instrumento financeiro está aqui em causa, o papel comercial definido como valor mobiliário representativo de dívida, logo conforme disposto no art.º 4.º, n.º 1, 15) e Anexo I, Secção C, 1) da DMIF II. Por isso, configura uma subscrição de um produto financeiro simples, de curta maturidade e de menor risco, à partida, cujo negócio foi celebrado pelo Banco - o intermediário financeiro-, tendo como entidade emitente uma outra empresa do mesmo grupo.

Dos factos provados resulta que o produto foi emitido pela CNE, agindo esta como produtora de um instrumento financeiro e o Banco como distribuidor desse mesmo instrumento. Da qualificação da operação bancária concluiu-se que o Banco exerceu funções como intermediário financeiro, na medida em que prestou serviços de aconselhamento, de recomendação de investimento no produto e bem assim da execução da ordem de investimento.

Relativamente ao procedimento organizacional interno, não é possível depreender dos fundamentos de facto, qual a estratégia delineada pela entidade emitente e pelo intermediário financeiro. Apesar de resultar dos factos que, foi fornecido ao investidor uma “Comunicação Cliente”, o qual foi subscrito pelo cliente, ficam várias dúvidas quanto ao procedimento adotado.

Da matéria de facto salienta-se ainda que, de acordo com as comunicações internas do Banco e transmitidas entre as agências, traduziam este produto como seguro, sólido e de rentabilidade demonstrada desde 2001, com o acréscimo de se tratar de intervenientes pertencentes ao mesmo grupo, reforçando a segurança. No Acórdão é referido que a “(...) estratégia de sucesso veiculada internamente de forma reiterada”¹⁶³, tendo sido emitida uma nota de serviço n.º 19/01, de 5/02/2003, relativa ao mercado de capitais, a qual dedicava parte do documento ao papel comercial realçando a solvabilidade do papel comercial¹⁶⁴. Nestes termos, há a menção, ainda que de forma indireta, da transmissão de informações pela segurança e solidez do produto. Contudo, não são conhecidos os mecanismos usados para a definição da estratégia e o envolvimento dos órgãos de administração.

À luz da DMIF II, esta realidade factual terá de mudar para que a atuação dos intervenientes seja mais clara, para que cada um cumpra com as suas responsabilidades e haja a transmissão necessária e completa entre eles, com vista à comunicação com o investidor munida dos detalhes essenciais. Pretende-se ainda, evitar as dificuldades nessa distinção das responsabilidades de cada interveniente em todo o processo.

¹⁶³ Ac. do STJ, 17/03/2016.

¹⁶⁴ Em paralelo, ainda que o estudo de caso se debruce sobre a matéria de facto e de Direito e bem assim se faça uma análise meramente jurídica, sabemos que existe uma multiplicidade de fatores com impacto nos instrumentos financeiros. Em especial, os vários riscos (tal como o risco de crédito, operacional, liquidez, mercado, *legal*, solvência, sistémico, entre tantos outros), bem como a situação financeira das instituições que podem quebrar os compromissos assumidos perante os investidores.

2.3. Mercado-Alvo

Quanto à definição do mercado-alvo, tal como delineado no capítulo correspondente a esta dimensão do regime de produto, demonstra há uma diferença de exigências consoante a fase do ciclo de vida do produto. Pelo que se depreende da apresentação dos factos no Acórdão, estão envolvidos investidores não são profissionais nos termos do disposto no art.º 30.º do CVM.

Tal como identificado anteriormente, trata-se de um investidor não qualificado, logo exigia um grau de proteção maior. Releva referir que o papel comercial é um instrumento financeiro mais simples, não exigindo um nível de conhecimento e experiência tão elevado face a outros.

Ainda assim, permanecem algumas dúvidas quanto à definição do mercado-alvo e, caso tenha havido alguma avaliação, não se compreender quais foram os critérios adotados.

Mediante a fase do ciclo de vida do produto e do interveniente em ação, o produto deve ter sempre em foco o destinatário em causa, seja como potencial ou real investidor. Desta forma, não é perceptível se foi definido o mercado-alvo potencial pelo produtor, nem o mercado-alvo real pelo distribuidor e não há qualquer referência ao mercado-alvo positivo e negativo.

De igual forma, este caso é um modelo das situações que revelaram debilidades nestes temas, sobretudo na regulação dos mesmos. Assim, as normas devem estar direcionadas à prática dos mercados, mesmo quando se trate de instrumento financeiros mais simples e que serão, à partida, de fácil compreensão por qualquer potencial investidor.

2.4. Serviço de Investimento

Por último, dos intervenientes no processo, sabe-se que a empresa mais próxima do investidor é uma instituição de crédito, na aceção do art.º 4.º, n.º 1, § 1 da DMIF II, embora haja uma outra entidade envolvida pertencente ao mesmo grupo e a qual pode ser apontada como a empresa que emitiu o instrumento financeiro (produtor).

A Diretiva apresenta em anexo uma lista de serviços e atividades financeiras, Anexo I e Secção A, na qual consta o serviço de consultoria para investimento. Assim, refletimos da possibilidade de qualificar o serviço de investimento prestado como consultoria para investimento.

Por consultoria de investimento entende-se a prestação de um serviço de aconselhamento personalizado¹⁶⁵, em conformidade com a disposição do CVM, no art.º 294.º, n.º 1. No entanto, este conceito distingue-se do conceito de consultoria genérica, “Não constitui consultoria para investimento a prestação de recomendações genéricas acerca de um tipo de instrumento financeiro (consultoria genérica).”¹⁶⁶, embora neste caso não se saiba se a empresa prestava outras recomendações e que está em causa um instrumento financeiro bastante específico, por ser representativo do capital de uma empresa do grupo.

Ainda assim, sabemos que se trata de um intermediário financeiro, que estará devidamente autorizado para exercer essas funções¹⁶⁷. Como já comprovado na prática do sistema financeiro, as instituições de crédito prestam serviços de aconselhamento, o que parece ser o entendimento mais adequado tendo em conta a legislação e o entendimento do STJ quanto ao envolvimento do Banco como intermediário financeiro, podendo concluir-se pelo exercício de uma atividade de aconselhamento para investir naquele produto.

Como exposto anteriormente, também neste caso a operação bancária é qualificada como atividade de intermediação financeira. No respetivo Acórdão é dito especificamente que “são serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros, segundo o art. 290.º, n.º 1, a) e b), do mesmo código, a receção e a transmissão de ordens por conta de outrem, bem como a execução de ordens por conta de outrem.”¹⁶⁸.

Importa ressaltar que a redação do duto acórdão avança alguns detalhes e faz referência a outro serviço enumerado no Anexo I, Secção A da DMIF II, no n.º 2), nomeadamente a execução de ordens em nome do cliente como um serviço e atividade de investimento de instrumentos financeiros.

O intermediário financeiro, o Banco, recomendou o investimento num instrumento financeiro ao seu cliente e, assim, a sua atuação preenche nos pressupostos do

¹⁶⁵ Veja-se a nota de rodapé de Ana P. O., *in* “O novo ...”, p. 217.

¹⁶⁶ Tal como disposto no preâmbulo do DL n.º 357-A/2007, de 31 de outubro.

¹⁶⁷ A lista de empresas autorizadas é pública, cfr. se pode verificar no site da CMVM - http://web3.cmvm.pt/SDI/IFs/app/ifs_por_servico.cfm?servnum=%21%22%20%20%20%0a.

¹⁶⁸ Ac. STJ, p. 7, sobre a definição do serviço de investimento e de acordo com o disposto no CVM.

O regime de governo de produto da DMIF II – relação triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviços de investimento

exercício de atividade de consultoria para investimento enunciados nos parágrafos anteriores.

Conclusão

No que se refere à regulação dos mercados financeiros, os diversos estudos realizados, tais como os que deram origem aos Relatórios de Lamfalussy e Laroisière, bem como o inquérito da *International Network on Financial Education* da OCDE, evidenciavam a necessidade de alteração da regulação e adaptação do quadro regulatório, face à constante mutação do sistema financeiro e das suas práticas. O intervencionismo na modificação da regulação tem sido uma grande preocupação a nível europeu, na medida em que foram implementados vários diplomas, nomeadamente no que respeita aos mercados de instrumentos financeiros, os quais se revelaram um desafio para os intervenientes nos mercados financeiros, desde as instituições de supervisão, às entidades produtoras e distribuidoras de instrumentos financeiros e aos investidores.

Quanto ao nível de literacia financeira, ainda não foi atingido o patamar ideal, pelo que há muitas alterações práticas, a fim de alfabetizar a população em geral. Qual será o patamar ideal? Poderá ser aquele, em que a população tenha acesso à informação, que ela esteja disponível a qualquer cidadão, para que cada um possa obtê-la, quando entender, sabendo que o nível de literacia de cada um nunca será igual. No entanto, será um grande passo assemelhando-se ao sucedido há vários anos, quanto ao ensino obrigatório em Portugal. De acordo com o Relatório de Literacia Financeira, publicado pelo CNSF, conclui pela importância dos inquéritos para maior proximidade com os possíveis investidores (a população em geral), para detetar os grupos que registam mais falhas e para compreender os efeitos do trabalho levado a cabo nos últimos anos, para a formação financeira. No mesmo Relatório, é indicada a possibilidade de um novo inquérito, cuja data prevista para a realização é de 2020. Será importante para perceber os efeitos deste “*tsunami* regulatório” e o seu impacto na população portuguesa.

As práticas de *mis-selling* por parte das entidades com *know-how* para atuar de forma consciente e adequada à realidade, comprovaram a necessidade de regular este tema de outra forma como havia sido apontado. Se mesmo nestes casos, comparando com empresas de menor dimensão e possivelmente com um conhecimento deferente das restantes, se registaram más práticas, significa que era urgente intervir através de uma reforma regulatória. Assim, surgiram diversos diplomas regulatórios que se demonstraram insuficientes e, por esse motivo, sucederam-se revisões sucessivas, na tentativa de solucionar os obstáculos.

Todavia, há uma evidente necessidade de mudar a mentalidade associada à conduta assumida por todos os intervenientes, passando pelos produtores, distribuidores e pelos investidores. Há, de facto, uma necessidade de salvaguardar o investidor, de possíveis práticas de *mis-selling* da empresa de investimento, mas não se pode ignorar a proteção da eficácia do funcionamento dos mercados financeiros. Por este motivo, da DMIF II salienta-se não só o dever de informação (um dever que foi alvo de vários estudos), como os deveres organizacionais e de conduta. O incumprimento de algum destes, fragiliza o cumprimento dos outros.

Da referida Diretiva, resulta um novo paradigma na regulação do ciclo de vida dos instrumentos financeiros, a fim de evitar práticas de *mis-selling* e proteger os investidores e a eficácia do mercado, que se traduz num novo regime de produto e na relação triangular das suas dimensões. O objetivo é evitar grandes perdas no sistema financeiro e mitigar, ou até eliminar as práticas de *mis-selling*, como conduta pouco leal e individualista dos seus intervenientes, desde logo porque a jurisprudência alertava para alguns problemas e este novo regime vai mais a fundo e regula a questão desde a raiz.

O novo regime não vem mudar o mundo, mas aspira a uma modificação de práticas comerciais e vai mais além, na mudança de paradigma e de *mindset*. Em primeiro lugar, pela melhoria do nível de literacia financeira e pela maior responsabilidade do investidor, que deixa assim de ter um papel passivo, passando a ser mais ativo desde o momento em que contacta com o distribuidor até ao termo do instrumento financeiro. Posteriormente, o produtor passa a ter maior presença e responsabilidades, as quais não pode imputar ao distribuidor. De igual forma, o distribuidor não pode passar impune às suas responsabilidades, inerentes ao desempenho da sua atividade e perante o produtor e distribuidor.

Com tal, as normas pretendem evitar que os intervenientes afastem as suas responsabilidades, como sucedeu no passado, através de uma clara definição das obrigações de cada interveniente envolvido no processo de comercialização de instrumentos financeiros. A destrinça do papel de cada interveniente é hoje, à luz da DMIF II, mais evidente, sendo imputadas a cada um deles as respetivas responsabilidades, mediante o seu desempenho (produtor, distribuidor e investidor).

Delineadas as notas conclusivas sobre as causas e os principais pilares do regime de governo de produto, recordamos a questão apresentada, no início deste trabalho, como

basilar do mesmo - **Haverá uma relação triangular e de interdependência da estratégia de distribuição, da definição do mercado-alvo e do serviço de investimento, com impacto nas práticas de mercado?** – à qual se pretende retorquir.

Do aludido nos pontos sobre as dimensões, foi clarificado que todas elas passam pelo produtor e distribuidor, cujo grau de definição ou concretização é diferente consoante a fase do ciclo de vida do produto. Enquanto nos primeiros momentos, sob a égide do produtor, a determinação das suas características e o seu planeamento é de índole mais teórica e abstrata, ao passo que, o distribuidor concretiza as orientações do primeiro, moldando à realidade que contacta.

Aplicando a conceção teórica das normas à realidade e aos factos provados pelas entidades competentes, inclusive do órgão superior da hierarquia em Portugal, verificou-se em pequenos detalhes, a ausência de regras mais precisas aplicáveis naqueles casos e aos intermediários financeiros. Demonstraram-se lacunas da reflexão sobre a estratégia de distribuição, na definição do mercado-alvo, na incógnita dos critérios que estiveram na base da comercialização dos instrumentos financeiros àqueles investidores. Quanto ao serviço de investimento, afigura-se adequado tendo em conta o instrumento financeiro e o negócio celebrado, ainda que se sejam provadas algumas falhas na prestação do serviço de investimento, nomeadamente pelo contacto direto com o seu cliente e suavização feita na fase do pós-venda, do ciclo de vida do produto.

Em resposta à questão colocada, sobre a relação triangular e a interdependência das dimensões, é evidente que a definição de uma delas, sem considerar as características das restantes, contraria por completo as pretensões do regime de governo de produto de olhar para todo o processo como um todo.

A essencialidade da definição do mercado-alvo não basta, sem uma estratégia relativa a todo o processo e sem considerar o serviço de investimento adequado ao instrumento financeiro e ao investidor. Por outro lado, a definição da estratégia de distribuição sem perspetivar o mercado-alvo e a prestação de serviço é demasiado redutora. Por último, pensar apenas no serviço de investimento, é uma perspetiva incompleta, dado que a comercialização de instrumentos financeiros exige a abordagem de vários aspetos, inerentes ao processo de venda de instrumentos financeiros. Neste sentido, o cumprimento de qualquer dimensão por si só, é insuficiente face à evolução pretendida

pelas alterações. Ora, comprova-se a relação triangular das referidas dimensões do regime de governo de produto.

Nesta sequência, se pensarmos no regime de governo de produto pelo triângulo das dimensões, concluímos que sem uma das suas arestas, ficará incompleto – daí a interdependência das três dimensões, pois a definição de uma depende das outras. Através deste triângulo, conseguimos observar todas as fases do ciclo de vida de produto e a visão completa que se pretendia imputar na regulação, foi alcançada desta forma.

Por sua vez, esta interdependência tem impacto nas práticas de mercado. Basta pensar, que se um interveniente ignorar qualquer uma das fases, não só pode comprometer o trabalho dos restantes, como pode repercutir resultados negativos no investimento, por não considerar variáveis importantes. Isto significa que, no sistema financeiro não é contraproducente pensar de modo individualista, uma vez que os efeitos negativos de cada empresa implicam um risco sistémico, pois podem contagiar todo o mercado e afetar a economia mundial.

Com efeito, a proibidade dos deveres inerentes à aplicação desse regime, na medida do cumprimento do princípio da proporcionalidade e da adequação, pode modificar a mecânica das práticas do sistema financeiro e mudar a perceção dos seus intervenientes, facilitando assim o cumprimento das normas da DMIF II. Por consequência, será um grande passo para destacar a importância dos mercados financeiros na economia global e adaptar o Direito Financeiro para uma realidade que está em constante mutação. Por este motivo, refletir sobre o Direito Financeiro é, à semelhança de outras áreas do Direito, pensar nos seus elementos como representativos de uma cultura, pelo que os vários diplomas devem ser ajustados à realidade portuguesa.

Em suma, verifica-se uma abordagem diferente dos investimentos no sistema financeiros, da clarificação do ciclo de vida deste e de uma arrumação mais evidente da forma e conteúdo dos investimentos. Daí ter sido referido desde o início que este novo regime não é uma completa novidade, mas antes uma revolução da realidade do mercado de instrumentos financeiros, atribuindo-lhe uma roupagem diferente de forma a projetar no futuro uma atuação no sistema financeiro com base nos dois pilares que o sustentam: proteção do investidor e eficácia do mercado.

Referências bibliográficas

ABREU, Margarida / AFONSO, António / ESCÁRIA, Vítor / FERREIRA, Cândida, “Economia Monetária e Financeira”, Escolar Editora, 2012, 2.ª Ed.

AKERLOF, George A., “*The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N.º 3, Agosto de 1970, pp. 488-500

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, em “Cadernos de Direito Privado”, n.º 43

ANTUNES, Engrácia, “Os Instrumentos Financeiros”, Almedina, 2017

CÂMARA, Paulo, “Manual dos Valores Mobiliários”, Almedina, 2011, 2.ª Ed.

CÂMARA, Paulo, “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, in “Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras”, coordenada por Maria Fernanda Palma, Augusto Silva Dias e Paulo Sousa Mendes, Coimbra Editora, 2009

CORDEIRO, “Manual de Direito Bancário”, Almedina, 2016, 6.ª Ed.

DAMÁSIO, António, “A Estranha Ordem das Coisas: A Vida, os Sentimentos e as Culturas Humanas”, Círculo de Leitores, 2017, 1.ª Ed.

ERTA, Kristine; HUNT, Stefan; ISCENKO, Zanna; BRAMBLEY, Will, in “*Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority*”, April 2013

KUHN, Thomas S., “*The Structure of Scientific Revolutions*”, in *International Encyclopedia of Unified Science*, Vol. II, n.º 2, Foundations of the Unity of Science, 2.ª Ed.

MACHADO, João Baptista, “Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador”, Almedina, 18ª reimpressão, 2010

MATIAS, Tiago dos Santos; CÂMARA, Paulo; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; MARTINS, José Pedro Fazenda; ALMEIDA, Miguel Santos; outros autores, “O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros”, Almedina, 2017

MOLONEY, Niamh, “*EU Securities and Financial Markets Regulation*”, Oxford, 2014, Ed. 3ª

MOLONEY, Niamh, “*How to protect investors*”, Lessons from the EC and the UK, Cambridge, 2010

MORAIS, Luis Silva, “Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia”, BdP, 2016 – publicado em <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudomodelosupervisao2016.pdf>.

PINA, Carlos Costa, “*Instituições e Mercados Financeiros*”, Almedina, 2004

RODRIGUES, Sofia Nascimento, “*A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*”, Almedina, 2001

TAVARES, Carlos, “*A crise financeira: aprendemos lições?*” - Working Paper CMVM, n.º 03/2016, outubro de 2016

WILLEMAERS, Gaëtane S., “*Product Intervention: European Perspective*”, 2011

Relatórios Oficiais

Banco de Portugal, “*Livro Branco – Sobre a regulação e supervisão do setor financeiro*”, 2016

Banco de Portugal, “*Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal*”, 2016

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, “*DMIF – Uma leitura guiada*”

Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, “*Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa*”, 2015

European Banking Authority, “*Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturer’s Product Oversight & Governance Processes*”, 2013

European Securities and Markets Authority, “*Orientações relativas aos requisitos da Diretiva DMIF II em matéria de governação*”, 2018

International Organization of Securities Commissions, “*Regulation of Retail Structured Products*” – Final Report, 2013

LAROISIÈRE, Jacques, (coordenador), “*The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*”, Report, Brussels, de 25 de fevereiro de 2009, disponível em Report, Brussels, de 25 de fevereiro de 2009

Periódicos

Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, 27, abril, pp. 57 e seguintes, “A Regulação baseada em princípios e a DMIF”

CÂMARA, Paulo, em CdVM, n.º 27, abril

CATARINO, Luís Guilherme e PEIXE, Manuela, “A Nova Regulamentação dos Mercados Financeiros - um tsunami regulatório?”, I e II, 2014

CORDEIRO, Menezes,” Revista da Ordem dos Advogados”, Ano 66, Vol. III.

CORDEIRO, Menezes, “Revista de Legislação e Jurisprudência” – ano 143”

DIAS, Cristina Sofia, in “A propósito da directiva de instrumentos e mercados financeiros: notas pessoais”, CdVM, n.º 27, abril

GUEDES, Agostinho Cardoso, “A Responsabilidade do Banco por informações à luz do art. 485.º do Código Civil”, in “Revista de Direito e Economia”, Ano XIV, 1988

ROCHA, Rafaela, Caderno dos Valores Mobiliários, n.º 27, abril

Legislação

Código Civil, aprovado pelo DL n.º 47344/66, de 25 de novembro

Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo DL n.º 262/86, de 02 de setembro

Códigos dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril

Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004

Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e Conselho, de 15 de maio de 2014

Diretiva Delegada (UE) de 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016

Lei-quadro das entidades reguladoras, aprovada pela Lei n.º 67/2013, de 28/08

O regime de governo de produto da DMIF II – relação triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviços de investimento

Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 dezembro

Regime Jurídico do Papel Comercial, aprovado pelo DL n.º 69/2004, de 25 de março

Jurisprudência

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Gabriel Catarino), de 05 de maio de 2016, Proc. n.º 8013/10.8TBBERG.G2.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Maria Clara Sottomayor), de 17 março de 2016, Proc. n.º 70/13.1TBSEI.C1.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Tavares de Paiva), de 10 de janeiro de 2013, (tema), Proc. n.º 89/10.4TVPRP.P1.S1

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (Oliveira Vasconcelos), de 4 de junho de 2015, (tema), Proc. n.º 319/06.7TVLSB.L2.S1

Sítios na Internet - (última consulta 16/08/2018)

Acórdãos - <http://www.dgsi.pt>

“Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF): Uma Leitura Guiada” - <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/anexos/Paginas/I%20-%20Enquadramento%20Geral.aspx>

“*Final Report Guidelines on MiFID II product governance requirements*” (versão em língua inglesa) - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf

“Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers’ Product Oversight & Governance Processes” - <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15736/JC-2013-77+%28POG+-+Joint+Position%29.pdf>

“Orientações relativas aos requisitos da Diretiva MiFID II em matéria de governação” (versão em língua portuguesa) -

O regime de governo de produto da DMIF II – relação triangular da estratégia de distribuição, mercado-alvo e serviços de investimento

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_pt.pdf

Papers - <http://www.ssrn.com/>

Perguntas e Respostas, CMVM -

<http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Informa%C3%A7%C3%A3oInvestidor/Diretiva%20dos%20Mercados%20de%20Instrumentos%20Financeiros/Pages/Respostas-as-Perguntas-Mais-Frequentes-N.aspx>

“Relatório de Estabilidade Financeira”, BdP, maio de 2016 - https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_mai_2016_p.pdf

“Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa” - <https://www.todoscontam.pt/sites/default/files/SiteCollectionDocuments/Relatorio2InqueritoLiteraciaFinanceira.pdf>

“The High-Level Group on Financial Supervision in the EU” - http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

http://web3.cmvm.pt/SDI/IFs/app/ifs_por_servico.cfm?servnum=%21%22%20%20%20%0a

Índice

Introdução	12
I – Estágio curricular na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	16
1. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	16
2. O Estágio Curricular	18
II – Contextualização	20
1. As causas	20
2. Enquadramento normativo	26
2.1. A terminologia da DMIF II	32
III – O novo regime de governo de produto e os seus intervenientes	35
1. A mudança de paradigma	35
1.1. O governo de produto.....	35
2. O papel dos intervenientes	37
2.1. Produtor.....	38
2.2. Distribuidor	42
2.3. Investidores	44
IV – O triângulo dimensional do regime de governo de produto.....	47
1. A estratégia de distribuição	47
2. A definição do mercado-alvo	50
2.1. Na conceção	50
2.2. Posterior à conceção.....	53
3. Os serviços de investimento	55
V – Estudo Jurisprudencial	62
1. Apresentação do caso de estudo	62
1.1. Das decisões anteriores	62
1.2. Das questões de facto	64
1.3. Das questões de Direito.....	65
2. O caso de estudo à luz do regime de governo de produto implementado pela DMIF II.....	69
2.1. Causas	69
2.2. Estratégia de distribuição	70
2.3. Mercado-Alvo	72
2.4. Serviço de Investimento.....	72
Conclusão	75

Referências bibliográficas	79
Índice de figuras	86
Anexo I	87

Índice de figuras

Figura 1 - Organograma da CMVM.....	17
-------------------------------------	----

Anexo I

Gráfico - Indicador Global de Literacia Financeira (INFE/OCDE)

