

## A TRANSPOSIÇÃO EM PORTUGAL DA DMIF E DA DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

SOFIA LEITE BORGES Y CATARINA GONÇALVES DE OLIVEIRA  
Abogadas (\*)

### 1 · INTRODUÇÃO

O Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007 («Decreto-Lei») aprovou a transposição para a ordem jurídica interna da Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros («Directiva 2004/39/CE» ou «DMIF»), que altera as Directivas n.ºs 85/11/CEE e 93/6/CE, do Conselho, e a Directiva n.º 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, e que revoga a Directiva n.º 93/22/CEE, do Conselho, designada Directiva dos Serviços de Investimento («DSI»).

A directiva ora transposta (referida como directiva de primeiro nível, de acordo com o processo legislativo de Lamfalussy) é o principal diploma do denominado «Pacote DMIF», do qual fazem parte também as seguintes normas de execução:

(i) o Regulamento (CE) n.º 1287/2006 da Comissão, de segundo nível, de 10 de Agosto de 2006 («Regulamento»), que aplica a directiva de primeiro nível no que concerne às obrigações de manutenção de registo das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à trans-

parência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva;

(ii) a Directiva n.º 2006/73/CE, de 10 de Agosto de 2006, também de segundo nível, que aplica a directiva de primeiro nível no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e dos conceitos definidos para efeitos da directiva de primeiro nível;

(iii) a Directiva n.º 2007/44/CE, de 5 de Setembro, que altera a directiva de primeiro nível.

Cumprе referir que o Regulamento tem aplicação directa na ordem jurídica portuguesa, sem necessidade de transposição. Este Regulamento regula matérias tão importantes como (i) as obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, (ii) a informação sobre transacções, (iii) a transparência dos mercados, e (iv) a admissão à negociação dos instrumentos financeiros.

O quadro normativo comunitário acima referido impôs ao legislador nacional inúmeras alterações legislativas a vários diplomas, tendo sido integralmente republicado o Código de Valores Mobiliários («Cód.V.M.»). Não obstante, foram alterados ainda o Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras («RGICSF»), o Regime Jurídico das Sociedades Corretoras e Financeiras de Corretagem («RJSCFC»), o Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Imobiliário («RJFII»), o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo («RJOIC») e os Decretos-Lei n.ºs 176/95, de 26 de Julho e 94-B/98, de 17 de Abril, que versam respectivamente sobre as regras de transparência para a actividade seguradora e sobre o acesso à

(\*) Del Área Mercantil de Uría Menéndez (Lisboa)

actividade seguradora e resseguradora na União Europeia. O mesmo diploma veio também revogar duas disposições do Código das Sociedades Comerciais.

As referidas alterações são acompanhadas pela aprovação simultânea dos Decretos-Lei n.ºs 357-B/2007, 357-C/2007 e 357-D/2007, de 31 de Outubro, que procedem, respectivamente, à aprovação (i) do Regime Jurídico das Sociedades de Consultoria para Investimento, (ii) do Regime Jurídico das Sociedades Gestoras de Mercado Regulamentado, Sociedades Gestoras de Sistemas de Negociação Multilateral, Sociedades Gestoras de Câmaras de Compensação ou que actuem como Contraparte Central das Sociedades Gestoras de Sistema de Liquidação e das Sociedades Gestoras de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários («RJSG») e (iii) do Regime Jurídico relativo à Comercialização de Contratos de Investimento em Bens Corpóreos.

São destinatários do quadro normativo que compõe o Pacote DMIF as empresas de investimento, as instituições de crédito autorizadas a prestar serviços de investimento, os operadores de mercado, os agentes vinculados (que correspondem aos antigos prospectores), os emitentes, os consultores para investimento (que correspondem aos antigos consultores autónomos), os clientes profissionais, clientes de retalho e potenciais clientes. Também as autoridades de supervisão são destinatárias da DMIF, ainda que num segundo plano.

Indirectamente, são também afectadas todas as entidades às quais é aplicável o regime dos intermediários financeiros ou às quais sejam aplicáveis normas que regulem a actividade destes.

Ainda que não em virtude da transposição da DMIF, são também abrangidas pelos Decretos-Lei de transposição as entidades cujo objecto se relaciona com as actividades pós-negociação - contraparte central, compensação e liquidação (reguladas no título V do Cód.V.M. — artigos 258.º a 288.º — e no RJSG).

Surgem como principais objectivos desta reforma orientada pela DMIF a actualização do elenco dos instrumentos financeiros e dos serviços e actividades de investimento e respectivos serviços auxiliares que lhes estão associadas, a concessão de uma maior eficácia ao regime do passaporte europeu, o desenvolvimento e a harmonização dos requisitos de organização e dos deveres de conduta aplicáveis aos intermediários financeiros bem como o estabelecimento de um regime, designadamente informa-

tivo, aplicável à negociação de instrumentos financeiros. Da mesma forma, reconhecem-se novas formas organizadas de negociação, como é o caso dos sistemas de negociação multilateral (*Multilateral Trading Facility - MTF*) e da internalização sistemática. Intensifica-se, ainda, a disciplina de reporte de informação às autoridades de supervisão sobre transacções em instrumentos financeiros, fomentando-se igualmente a cooperação entre estas autoridades.

O legislador nacional aproveitou também o ensejo para transpor para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2004/106/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, designada «Directiva da Transparência».

O presente texto procura, por isso, apontar as principais alterações do novo quadro normativo decorrente da transposição da DMIF e da Directiva da Transparência, contextualizadas a partir de cada um dos seus mais relevantes objectivos.

## 2 · ALTERAÇÕES AO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.1 · Actualização do elenco dos instrumentos financeiros (em particular, artigo 2.º do Cód.V.M.)

O âmbito de aplicação material do Cód.V.M. foi alargado, tendo passado a centrar-se a sua regulação no conceito base de instrumento financeiro, que substitui, em boa parte das matérias, o conceito de valor mobiliário.

Relativamente ao elenco dos instrumentos financeiros, importa clarificar quais os instrumentos financeiros que, para além dos valores mobiliários, devem ficar abrangidos por essa qualificação. Encontram-se, assim, sujeitos à regulamentação do Cód.V.M. não só os valores mobiliários e as ofertas públicas a estes respeitantes, mas também, em consonância com a DMIF, os seguintes instrumentos financeiros: (i) instrumentos do mercado monetário (com excepção dos meios de pagamento); (ii) instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito; (iii) contratos diferenciais; (iv) opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: (a) valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidade ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira; (b) mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão,

taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes; (c) mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transaccionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do Regulamento; e, por último, (v) quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer um dos elementos indicados no artigo 39.º do Regulamento, desde que tenham características semelhantes às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do citado artigo 38.º do Regulamento (para uma clarificação quanto aos activos subjacentes e contratos derivados que deverão integrar a noção de instrumento financeiro, *vd.* o Parecer Técnico do Comité das Autoridades de Regulação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators* ou «CESR») sobre Possíveis Medidas de Implementação da DMIF, datado de Abril de 2005 - <http://www.cesr-eu.org>).

Ao centrar-se agora no conceito de instrumento financeiro, o Cód.V.M. passou igualmente a incluir no âmbito da sua regulação material os contratos de seguro ligados a fundos de investimento (*unit-linked*) e os contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, dada a sua proximidade funcional relativamente à categoria dos instrumentos financeiros em geral e, em particular, dos fundos de investimento. Nestes termos, procede-se à aplicação de larga parte da disciplina do Cód.V.M. aos referidos instrumentos financeiros, em particular as disposições dos títulos I (Disposições Gerais), VII (Supervisão e Regulação) e VIII (Crimes e Ilícitos de Mera Ordenação Social) e transferem-se para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários («CMVM») as competências de supervisão e regulação destes contratos no que respeita aos deveres de conduta impostos na distribuição dos mesmos, nomeadamente no âmbito de deveres informativos. Neste sentido, se alteram também diversos diplomas reguladores da actividade seguradora, a saber, os Decretos-Lei n.º 176/95, de 26 de Julho, n.º 94-B/98, de 17 de Abril e n.º 12/2006, de 20 de Janeiro. Acresce que, no passado dia 21 de Dezembro, entrou em vigor o Regulamento da CMVM n.º 8/2007, que, visando dar cumprimento à referida transferência de competências de supervisão e regulação, vem regulada informação que deve ser prestada relativamente a contratos de

adesão individual a fundos de pensões abertos e a contratos de seguro ligados a fundos de investimento, bem como as regras atinentes à comercialização deste tipo de contratos.

## **2.2 · Actualização do elenco dos serviços e actividades de investimento e respectivos serviços auxiliares (em especial, artigos 289.º a 294.º do Cód.V.M.)**

No que respeita aos serviços e actividades de investimento, salienta-se a inclusão da consultoria para investimento nesta categoria de serviços, que deixa assim de ser entendida como serviço auxiliar. Ainda no âmbito das alterações relativas ao elenco dos serviços de investimento, refira-se também a inclusão, nesta categoria, da actividade de gestão de sistemas de negociação multilateral, cujo exercício se reserva a determinadas instituições de crédito e a sociedades financeiras de corretagem, apesar de se admitir a possibilidade de a mesma ser exercida por sociedades gestoras de mercados regulamentados ou de serem constituídas sociedades que tenham como objecto exclusivo o respectivo exercício. Por último, substitui-se, clarificando-se, a anterior formulação «colocação em ofertas públicas de distribuição» pela referência à tomada firme e colocação com ou sem garantia em oferta pública de distribuição.

Sem prejuízo das disposições incluídas no Cód.V.M. sobre a consultoria para investimento, o regime das empresas que prosseguem esta actividade é definido em diploma próprio (Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de Outubro). Entende-se por consultoria para investimento a prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efectivo ou potencial, quer a pedido deste, quer por iniciativa do consultor relativamente a transacções respeitantes a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. Assinala-se que uma recomendação não constitui um aconselhamento personalizado, caso seja emitida exclusivamente através dos canais de distribuição ou ao público - consultoria genérica (para um aprofundamento da noção de «consultoria para investimento», *vd.* o Parecer Técnico do CESR sobre Possíveis Medidas de Implementação da DMIF, datado de Abril de 2005). A consultoria para investimento pode ser exercida por (i) intermediário financeiro autorizado a exercer essa actividade, relativamente a quaisquer instrumentos financeiros e (ii) por consultores para investimento, relativamente a valores mobiliários. O dever de contratar um seguro de responsabilidade civil imposto aos consultores

para investimento entrará em vigor apenas em 1 de Agosto de 2008, nos termos da disposição relativa à entrada em vigor do Decreto-Lei (artigo 21.º).

Relativamente aos serviços auxiliares, a grande novidade consiste na inclusão na lista contida no artigo 291.º do Cód.V.M. da elaboração de estudos de investimento e análise financeira e da prestação de recomendações de investimento (*i.e.*, recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros, o chamado «*research*»). Parte-se, assim, do princípio de que a prestação de recomendações gerais de investimento deve ser efectuada de acordo com elevados padrões profissionais e éticos, em particular quando realizada por entidades que conjugam esta actividade com serviços (principais) de investimento, o que potencia a possibilidade de ocorrência de situações de conflitos de interesses. Assinala-se, ainda, a consagração como serviço auxiliar dos serviços e actividades de investimento relativos a mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação, outras estatísticas económicas oficiais ou outros activos mencionados na subalínea (iii) da alínea e) e alínea f) do n.º 1 do artigo 2.º do Cód.V.M., na esteira da actualização operada quanto ao elenco dos instrumentos financeiros incluídos no âmbito de aplicação material do Cód.V.M.

Indicam-se, ainda, a propósito da definição de actividades de intermediação financeira, e em excepção ao princípio de que só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira, as entidades que, não sendo qualificadas por lei como intermediários financeiros, se considera exercerem actividades de intermediação financeira.

### **2.3 · O recurso aos agentes vinculados no exercício de certas actividades de intermediação financeira (em especial, artigos 294.º-A a 294.º-D do Cód.V.M.)**

Os agentes vinculados assumem o papel que, até à entrada em vigor do Decreto-Lei, tinha vindo a ser desempenhado pelos prospectores (nos termos previstos no Regulamento da CMVM n.º 12/2000 relativo à Intermediação Financeira, agora revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2007), dedicando-se, em representação e sob a responsabilidade de um único intermediário financeiro, à prospecção de investidores, recepção e transmissão de ordens, colocação e consultoria sobre instrumentos finan-

ceiros ou serviços prestados pelo intermediário por conta do qual actuam.

Podem exercer a actividade de agente vinculado, as pessoas singulares, estabelecidas em Portugal, desde que não integradas na estrutura organizativa do intermediário financeiro que representam e as sociedades comerciais, com sede em Portugal, na medida em que estas não se encontrem em relação de domínio ou de grupo com o intermediário financeiro em causa.

O exercício da actividade de agente vinculado só pode iniciar-se após comunicação do intermediário financeiro à CMVM, para efeitos de divulgação pública da identidade daquele. Os prospectores cuja identidade tenha sido comunicada à CMVM até 1 de Novembro de 2007 integram a lista de agentes vinculados, conforme a disposição de direito transitório contida no Decreto-Lei (artigo 18.º).

De notar que o regime regulador da actividade de agente vinculado prevista no Cód.V.M. será aplicável também às pessoas estabelecidas noutro Estado Membro da União Europeia —mesmo que este não permita a nomeação de agentes vinculados— que pretendam exercer, nesse Estado, a actividade de agente vinculado em nome e por conta de intermediário financeiro com sede em Portugal.

### **2.4 · Reconhecimento de novas formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros (em especial, Título IV («Negociação») —artigos 198.º a 257.º— do Cód.V.M.)**

As formas organizadas de negociação reconhecidas pela DMIF e consagradas no Cód.V.M., sem prejuízo de outras que a CMVM venha a determinar por Regulamento, para além dos mercados regulamentados, são os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática (*i.e.*, a possibilidade de os intermediários financeiros não dirigirem as ordens de clientes para um mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, procedendo à sua execução contra a sua própria carteira, de forma organizada, regular e sistemática).

Neste sentido, procedeu o Decreto-Lei a uma reestruturação da forma de organização dos mercados de instrumentos financeiros, passando a poderam co-existir mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral (*Multilateral Trading Facilities - MTF*) e internalizadores sistemáticos. O Título IV (redenominado de «Mercados» para «Negociação») do Cód.V.M. passa a centrar-se na regulação

da negociação de instrumentos financeiros, deixando de tratar, exclusivamente, da regulação dos mercados regulamentados.

Paralelamente, com o abandono da regra da concentração (*i.e.*, execução prioritária das ordens em mercado regulamentado), passa a ser possível a execução das ordens nos locais globalmente considerados como os melhores pelos intermediários financeiros (com melhores preços e melhor qualidade de execução - *best execution*), podendo estes escolher o modo economicamente mais racional de executar as ordens recebidas dos clientes.

Tanto os mercados regulamentados, como os sistemas de negociação multilateral, e bem assim as regras subjacentes aos mesmos, estão sujeitos a registo na CMVM, devendo ambas as formas de organização ser geridas por entidade gestora que preencha os requisitos fixados no RJSG ou, apenas no que respeita a sistemas de negociação multilateral, também por intermediários financeiros.

Podem ser objecto de negociação organizada quer os valores mobiliários fungíveis, livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou a qualquer outra situação jurídica que os onere, salvo se respeitados os requisitos previstos no Regulamento, quer outros instrumentos financeiros, em particular, instrumentos financeiros derivados, cuja configuração permita a formação ordenada de preços.

De entre as regras de admissão e selecção de instrumentos financeiros para negociação, ressalta-se a possibilidade de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado poderem ser subsequentemente negociados noutros mercados regulamentados e em sistemas de negociação multilateral sem o consentimento do emitente, sem que daí resultem obrigações de prestação de informação adicional por parte do emitente.

Outro aspecto inovador da DMIF é o alargamento das entidades que, para além dos intermediários financeiros, podem ser membros dos sistemas de negociação (mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral).

## **2.5 · Mercados Regulamentados (em especial, artigos 199.º e 202.º a 251.º do Cód.V.M.)**

Os mercados regulamentados são definidos como sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado-Membro da União Europeia, são multilaterais, geridos por uma entidade gestora de mercado e funcionam regularmente a fim de possi-

bilitar o encontro, dentro do próprio sistema e de acordo com regras não discricionárias, de interesses de compra e venda de instrumentos financeiros, com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos.

Além dos critérios de acesso ao mercado e à qualidade de membro, as regras de mercado regulamentado devem especificar os deveres, aplicáveis aos seus membros, em particular os decorrentes da constituição e gestão do mercado regulamentado, das normas especialmente aplicáveis aos colaboradores dos membros e das normas e procedimentos para a compensação e liquidação das transacções ali concluídas, bem como mecanismos de controlo do cumprimento daquelas regras e das transacções efectuadas através do seu sistema.

No que toca aos requisitos de admissão, optou-se, para além de aditar os requisitos relativos à admissão a mercado regulamentado, por manter os requisitos adicionais aplicáveis à admissão a mercado de cotações oficiais, nos termos exigidos na Directiva 2001/34/CE, de 28 de Maio de 2001, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a prestar sobre esses valores.

A entidade gestora de mercado regulamentado pode, a menos que tal medida seja susceptível de causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores e ao funcionamento regular do mercado, suspender ou excluir instrumentos financeiros da negociação, sempre que estes tenham deixado de satisfazer as regras do mercado regulamentado, devendo esta decisão ser tornada pública. Em caso de admissão de um mesmo instrumento financeiro em mercado regulamentado e/ou sistema de negociação multilateral de diferentes Estados, a CMVM, quando tiver tido notícia da sua suspensão ou exclusão noutro mercado, terá de ponderar a suspensão ou exclusão desse instrumento financeiro dos mercados regulamentados a funcionar em Portugal.

## **2.6 · Sistemas de Negociação Multilateral (em especial, artigos 200.º e 202.º a 216.º do Cód.V.M.)**

Os sistemas de negociação multilateral definem-se como sistemas multilaterais, geridos por intermediário financeiro ou entidade gestora de mercado, que permitem, dentro do próprio sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias, o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros, tendo em vista a sua negociação.

A distinção entre os sistemas de negociação multilateral e os mercados regulamentados prende-se essencialmente com o facto de àqueles não ser exigido funcionamento regular, sendo que em tudo o mais transparece uma proximidade funcional entre ambos os sistemas de negociação (multilateralidade e regras de funcionamento não discricionárias).

A actividade de gestão de sistemas de negociação multilateral é qualificada pelo Cód.V.M. como serviço e actividade de investimento em instrumentos financeiros e, assim, como actividade de intermediação financeira. Só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira, pelo que o exercício da actividade de gestão de sistemas de negociação multilateral fica sujeita ao regime aplicável aos intermediários financeiros (mesmo que essa actividade seja exercida por entidades gestoras de mercados regulamentados ou de sistemas de negociação multilateral).

A entidade gestora de sistema de negociação multilateral deve prestar ao público informação sobre (i) os instrumentos financeiros admitidos à negociação ou seleccionados para negociação e (ii) as operações realizadas e respectivos preços, mas, diferentemente do que se verifica no caso dos mercados regulamentados, considera-se cumprido o dever estabelecido em (i) se a entidade gestora se certificar de que existe acesso à informação em causa pelo público.

### **2.7 · Execução Fora de Mercado Regulamentado e de Sistema de Negociação Multilateral: Internalização Sistemática (em especial, artigos 201.º e 252.º a 257.º do Cód.V.M.)**

A internalização sistemática consiste na negociação por conta própria, por parte do intermediário financeiro, realizada em execução de ordens dos investidores, de forma organizada e sistemática. A regulação da internalização sistemática, em conformidade com o previsto na DMIF, só abrange os casos de negociação de acções admitidas a mercado regulamentado, para as quais existe um mercado líquido, sem prejuízo de o intermediário financeiro poder exercer a actividade de internalização sistemática relativamente a outros instrumentos financeiros, caso em que deverá comunicar previamente à CMVM quais os instrumentos financeiros abrangidos (para um aprofundamento da noção de «internalização sistemática», âmbito da norma e outras questões atinentes ao instituto em apreço, *vd.* o Parecer Técnico do CESR sobre Possíveis Medidas

de Implementação da DMIF, datado de Abril de 2005).

As normas especificamente dirigidas à internalização sistemática reconduzem-se aos deveres de prestação de informação pré e pós-negociação que impendem sobre os intermediários financeiros que actuam como internalizadores sistemáticos, nomeadamente, deveres de informação sobre preços e condições em que podem actualizar ou retirar as respectivas ofertas de preços.

Ainda que todos os intermediários financeiros que negociem fora de mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral estejam sujeitos a deveres de informação (pós negociação) relativamente a operações sobre acções admitidas à negociação em mercado regulamentado (artigo 316.º do Cód.V.M.), são ainda aplicáveis aos internalizadores sistemáticos deveres de informação (pré-negociação) sobre ofertas de preços.

Os internalizadores sistemáticos devem divulgar os preços firmes a que se propõem negociar acções admitidas à negociação em mercado regulamentado para as quais exista um mercado líquido, sempre que a quantidade da oferta não seja superior ao volume normal do mercado. Relativamente a acções para as quais não exista mercado líquido, devem os internalizadores sistemáticos divulgar ofertas de preços aos seus clientes a pedido destes.

De forma a evitar a divulgação de preços com fins especulativos, os internalizadores sistemáticos devem executar as ordens que recebam dos seus clientes, em relação às acções para as quais sejam internalizadores sistemáticos, aos preços por si divulgados no momento da recepção da ordem. Porém, em relação a clientes que sejam investidores qualificados, a ordem pode ser executada a um preço melhor, desde que: (i) o novo preço se situe dentro de um intervalo de variação, divulgado ao público e próximo das condições de mercado; e (ii) a quantidade da ordem recebida seja mais elevada do que o volume das ordens dadas habitualmente por um investidor não qualificado, conforme definido no Regulamento.

### **2.8 · Deveres de Informação Pós-Negociação (em especial, artigos 221.º e 316.º do Cód.V.M.)**

Quer a ordem tenha sido executada num mercado regulamentado ou num sistema de negociação multilateral, quer tenha ainda sido executada por intermediário financeiro fora destes sistemas, é exigida a divulgação de um nível semelhante de informação.

Assim, a informação a divulgar relativamente a operações realizadas em mercado regulamentado e operações realizadas fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral sobre acções admitidas à negociação em mercado regulamentado é a seguinte: (i) o preço, a quantidade, o momento e outras informações pormenorizadas relativas a cada operação em acções e (ii) a quantidade total de acções negociadas. A CMVM pode autorizar a divulgação diferida das informações referidas no ponto (i) anterior, atendendo ao tipo e à quantidade das operações em causa.

No tocante a operações realizadas em mercado regulamentado, acresce ainda que a entidade gestora deve divulgar ao público, de forma contínua durante o horário de negociação, os preços de compra e de venda de acções e a quantidade das ofertas pendentes relativas a acções. A CMVM pode dispensar o cumprimento do dever de divulgação em causa, atendendo ao modelo de mercado ou ao tipo e à quantidade das ofertas em causa.

Refira-se que a concreta informação cuja divulgação é exigida, os prazos, condições e meios de divulgação da mesma, bem como as condições de dispensa ou deferimento do cumprimento do dever de divulgação referidos, encontram-se especificados no Regulamento.

### **2.9 · Deveres de organização e registo (em particular artigos 305.º a 305.º-E e 307.º a 307.º-B do Cód.V.M.)**

O alargamento e o aumento da complexidade dos instrumentos financeiros e dos serviços e das actividades a eles ligados, bem como o surgimento de cada vez mais investidores no espaço europeu, ditaram a necessidade de regulação normativa dos requisitos organizacionais dos intermediários financeiros para, através do princípio comunitário base da harmonização, permitir uma maior simplicidade no acesso a este tipo de mercados e na negociação destes instrumentos. Nesta matéria a Directiva 2004/39/CE, em conjunto com toda a regulamentação conexas, foi inovadora, para além de desenvolver princípios já vigentes.

Exige-se como requisito geral no artigo 305.º, n.º 1 (como já se exigia na anterior versão deste artigo) que o intermediário financeiro esteja dotado de todos os meios humanos, materiais e técnicos necessários para prosseguir a sua actividade com qualidade, profissionalismo e eficiência. Para tal, deve o intermediário financeiro criar uma estrutura organizativa e procedimentos decisórios de auto

controlo próprios para o efeito, que sejam do conhecimento de todos os seus colaboradores. Nomeadamente, exige a nova lei que o intermediário financeiro crie um sistema de controlo do cumprimento (*compliance*) de tais regras organizacionais, que deve funcionar com independência e para o qual deve ser nomeado um responsável. A criação deste sistema de controlo de cumprimento é obrigatória para todos os intermediários financeiros. Todos estes procedimentos e seus incumprimentos devem ser mantidos em registo pelo intermediário financeiro, respectivamente nos artigos 305.º, n.º 1, alínea f) e artigo 305.º-A, n.º 2, alínea e).

Os intermediários financeiros devem, ainda, se necessário e em função do seu volume de negócios e organização, desenvolver políticas e procedimentos que lhes permitam identificar e gerir os riscos relacionados com as suas actividades, procedimentos e sistemas. O mesmo se aplica à possibilidade de criação de um serviço de auditoria interna.

Mantém-se a exigência de que todas as reclamações dos investidores sejam tratadas com recurso a um procedimento transparente, eficaz e rápido a criar pelo intermediário financeiro. A obrigação de conservação de arquivos sobre variadas matérias é outra das principais características inovadoras do regime ora aprovado.

O Cód.V.M. dispõe de uma subsecção que versa apenas sobre registos e sobre a conservação de documentos, a qual densifica a matéria anteriormente regulada nos artigos 307.º e 308.º. Mantém-se a exigência de que a contabilidade do intermediário financeiro, por exemplo, reflecta diariamente em relação a cada cliente o saldo credor ou devedor em dinheiro e em instrumentos financeiros. A novidade está na especificação daquilo que é obrigatoriamente sujeito a registo interno pelo intermediário, bem como o suporte de conservação. Mantém-se a regra de conservação por um prazo de 5 anos.

Em particular, para além dos deveres de registo já *supra* referidos em matéria de organização interna, o intermediário financeiro deverá conservar em registo todos os dados de operações sobre instrumentos financeiros que realize - artigo 307-B, n.º 1, alínea a) - bem como de todos os contratos de prestação de serviços celebrados com os clientes - artigo 307-B, n.º 1, alínea b). São igualmente registadas as ordens e as decisões de negociar, bem como as respectivas execuções, de acordo com os requisitos previstos no Regulamento. Deve, ainda, de acordo com o artigo 309.º-C, o intermediário financeiro registar todas as actividades que originem conflitos

de interesses, bem como, à luz do artigo 306.º, n.º 5, alíneas a) e b), efectuar registos relativos aos bens dos clientes.

### **2.10 · Salvaguarda dos bens dos clientes (artigos 306.º a 306.º-D do Cód.V.M.)**

Nesta matéria o objectivo é ainda o da segregação patrimonial entre os bens do intermediário financeiro e os bens do cliente, sejam estes instrumentos financeiros ou dinheiro, ainda que agora com regras mais claras e mais detalhadas.

Incluem-se neste novo regime certas medidas de protecção do património dos clientes, como seja a obrigação de o intermediário financeiro adoptar procedimentos que minimizem os riscos de perda ou de diminuição do valor dos activos dos clientes e a obrigação de comunicação à CMVM de quaisquer factos susceptíveis de afectar a segurança dos bens pertencentes ao património dos clientes.

Em particular, note-se que a utilização de instrumentos financeiros do cliente pelo intermediário financeiro depende de autorização prévia e expressa daquele. Se forem vários os titulares da conta em que se encontram registados ou depositados os instrumentos financeiros, a sua utilização pelo intermediário financeiro depende da prévia autorização expressa de todos eles. Com o mesmo intuito de protecção dos bens de clientes, é estipulado que o dinheiro entregue pelos clientes ao intermediário financeiro pode ser depositado ou aplicado num fundo do mercado monetário elegível (*i.e.*, que tenha sido objecto de notação de risco).

Cumprir, ainda, que são criadas regras especiais relativamente à utilização de subcustodiantes. É o caso do artigo 306.º-A, que exige ao intermediário financeiro a observância de deveres de cuidado e o emprego de elevados padrões de diligência profissional na selecção e nomeação do terceiro, devendo nos mesmos termos, sujeitá-lo ainda, a uma avaliação periódica. Tudo isto, tendo sempre em conta a salvaguarda dos direitos dos seus clientes.

Por último, ressalva-se o facto de não ser livre o registo ou o depósito de instrumentos financeiros numa entidade estabelecida noutro Estado que não regule o registo e o depósito de instrumentos financeiros por conta de outrem. Esses só podem ser registados quando a natureza dos instrumentos financeiros (ou dos serviços que lhe estão associados) o exijam ou a pedido do cliente, efectuado por escrito (*vd.* artigo 306.º-A, n.º 3).

### **2.11 · Subcontratação (artigos 308.º a 308.º-C)**

Embora seja uma realidade prática em matéria de instrumentos financeiros e serviços associados, esta era uma matéria que carecia de regulamentação com detalhe, apesar de já se encontrar anteriormente referenciada no Regulamento da CMVM n.º 12/2000 (que veio a ser revogado pelo Regulamento 2/2007, o qual entrou em vigor em 11 de Dezembro de 2007).

O recurso à subcontratação é autorizado, ainda que tal recurso seja da responsabilidade do intermediário financeiro. Como tal, nos termos do artigo 308.º-A, n.º 1, al. b), o recurso à subcontratação não exonera o intermediário financeiro dos deveres legalmente previstos no que respeita à sua relação com os clientes. Aliás, o n.º 2, alínea b) do mesmo artigo exige que o intermediário subcontratante mantenha o exclusivo das relações com o cliente, não podendo existir, por isso, qualquer relação entre o cliente e o intermediário financeiro subcontratado.

É necessário, por isso, que o intermediário financeiro subcontratante mantenha, como princípio aplicável no domínio da subcontratação, o controlo das actividades e funções subcontratadas. Só assim poderá garantir uma total responsabilidade perante os seus clientes. Acresce que o recurso à subcontratação não exime o intermediário financeiro subcontratante dos seus deveres de registo e arquivo de documentos sobre operações efectuadas em nome dos seus clientes.

Entre inúmeros outros requisitos legalmente previstos, destaca-se a necessidade de o intermediário financeiro se assegurar que a entidade subcontratada tenha as qualificações necessárias para realizar de forma fidedigna e profissional as actividades subcontratadas. Mais, o intermediário financeiro deve disponibilizar à entidade subcontratada todas as informações necessárias ao desempenho das actividades subcontratadas bem como, se necessário, aceder à informação arquivada pela entidade subcontratada no que diga respeito aos seus clientes, estabelecendo métodos de avaliação desta entidade.

Entre os vários requisitos gerais sobre subcontratação, o legislador dispõe especificamente sobre a subcontratação de serviços de gestão de carteiras, que só poderá ser realizada por entidades localizadas em países fora da União Europeia caso, cumulativamente com os requisitos gerais *supra* referidos e outros legalmente previstos, a entidade subcontratada esteja autorizada a prestar esse serviço e esteja sujeita a supervisão prudencial e exista um acordo



de cooperação entre a CMVM e a autoridade de supervisão do país de origem daquela entidade. Caso não se preencham cumulativamente estes requisitos, a CMVM poder-se-á opor à celebração desse contrato de subcontratação.

Em matéria de subcontratação, é importante ainda a referência à necessidade de celebração de um contrato escrito entre intermediários financeiros subcontratante e subcontratado, do qual constem os direitos e os deveres que decorrem para ambas as partes, o qual deverá ser enviado à CMVM no prazo de cinco dias, a contar da respectiva celebração.

### **2.12 · Conflitos de interesses / Incentivos (artigos 309.º a 309.º-F e 313.º do Cód.V.M.)**

A DMIF procedeu, nesta matéria, a um aprofundamento da já existente estrutura normativa. Nesses termos, e em especial, torna-se obrigatória a adopção, por escrito, de uma política destinada a identificar possíveis conflitos de interesses e a eliminar ou a reduzir o risco da sua ocorrência, dos quais o cliente deve ser informado, bem como das circunstâncias em que este possa ser potencialmente prejudicado por aqueles. Nestes termos, já não se basta o legislador (como na antiga versão do Cód.V.M.) com um mero apelo à organização interna dirigido a todos os intermediários financeiros, passando agora a ser exigível a adopção de uma política expressa e estruturada, que terá de ser reduzida a escrito e que deve ser do conhecimento de todos os colaboradores do intermediário financeiro (vd. artigo 309.º-A, n.º 1).

Se ainda assim o intermediário financeiro não conseguir evitar uma situação de conflito de interesses, deve então agir por forma a assegurar aos seus clientes um tratamento transparente e equitativo.

Entre os vários requisitos que devem constar da política interna de prevenção, gestão e comunicação de conflitos de interesse, a lei alerta designadamente para a necessidade da previsão de procedimentos que garantam a independência dos colaboradores do intermediário financeiro numa situação de conflito de interesses em que aqueles intervenham. Assim, deve procurar evitar-se a troca de informações entre os ditos colaboradores, garantir uma fiscalização distinta destas pessoas e adoptar medidas que visem impedir ou limitar uma influência inadequada nas mesmas, bem como nos modos de prestação das suas actividades.

Prevê-se ainda a criação, pelo intermediário financeiro, de uma lista que preveja as potenciais situa-

ções de conflito de interesses, bem como o registo de quaisquer situações que impliquem ou possam implicar um conflito de interesses. Tal como já sucedia no passado, em caso de prestação de serviços no âmbito de uma oferta pública ou quaisquer outros serviços de que resulte o conhecimento de informação privilegiada, deve o intermediário financeiro elaborar listas das pessoas que tiveram acesso à informação.

Nesta mesma linha de raciocínio, estabelece, ainda, o diploma a proibição de benefícios ilegítimos ou incentivos que não estejam de acordo com a prática da actividade de intermediação financeira. Como regra e apesar de o próprio legislador estabelecer algumas excepções, o intermediário financeiro não pode oferecer ao cliente ou a terceiros, no âmbito de uma actividade de intermediação financeira, qualquer remuneração, comissão ou benefício não pecuniário não justificado pela sua actividade.

Alerta-se para o facto de existirem diversas recomendações do CESR em matéria dos incentivos, as quais podem ser consultadas no site desta instituição: [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

A supervisão de situações de interesses de conflitos será feita, por regra, pelo Estado Membro de origem do intermediário financeiro.

### **2.13 · Deveres de informação (em particular artigos 312.º a 312.º-G e 323.º a 323.º-C do Cód.V.M.)**

Nesta matéria, o Pacote DMIF, e por conseguinte o Decreto-Lei ora em análise, foi bastante interventivo, não só ao desenvolver deveres de informação já existentes, como também ao criar novas obrigações de informação, tudo numa perspectiva de maior protecção do investidor e dos seus investimentos face aos cada vez mais diversificados instrumentos financeiros e serviços hoje existentes e prestados. Neste ponto, importa a distinção entre investidores qualificados e investidores não qualificados, visto ser conferida uma maior protecção a estes últimos, por serem impostos deveres de informação acrescidos quando sejam prestados serviços a este tipo de investidores não qualificados (cfr. secção sobre classificação de clientes *infra*).

Nestes termos, com vista a assegurar que o investidor tome uma decisão esclarecida e fundamentada, deve o intermediário financeiro prestar-lhe todas as informações relevantes, com antecedência suficiente à vinculação a qualquer contrato de intermediação financeira, sendo que essa informação deve ser verdadeira, clara, actual, objectiva e lícita. Ainda no

que respeita à qualidade da informação, dispõe-se que esta deve ser apresentada de forma a ser entendida pelo destinatário médio, sem ocultar declarações ou avisos importantes e não dando ênfase a quaisquer benefícios potenciais de uma actividade de intermediação financeira ou de um instrumento financeiro, sem dar igualmente uma indicação correcta e clara de quaisquer riscos relevantes.

Regula-se também com algum pormenor a inclusão pelo intermediário financeiro de registos sobre resultados ou simulações de instrumentos financeiros no passado, bem como a menção a qualquer resultado futuro. O investidor (não qualificado) deve, por exemplo, ser informado de que tais resultados não constituem um indicador fiável de possíveis resultados concretos no futuro. Deve, ainda, o intermediário financeiro indicar qual o período em que foram obtidos os resultados mencionados e qual a sua fonte. Acima de tudo, não pode o intermediário financeiro ocultar ou subestimar quaisquer elementos, declarações ou avisos importantes que possam induzir o cliente em erro na sua decisão.

O Cód.V.M. passa a prever, ainda, a informação mínima que deve ser prestada ao investidor não qualificado, como seja, a denominação, a natureza e o endereço do intermediário financeiro, os seus elementos de contacto, os idiomas em que o cliente pode comunicar, os canais de comunicação que podem ser utilizados, uma declaração que ateste que o intermediário financeiro está autorizado para a prestação da actividade financeira, informação sobre a eventual utilização de agentes vinculados, informação sobre periodicidade e natureza dos relatórios a serem enviados ao cliente. Além do mais, obriga-se o intermediário financeiro a prestar uma informação detalhada ao cliente sobre os riscos associados ao instrumento financeiro em que investe, na medida do que lhe for possível. Tal informação mínima só será transmitida a investidores qualificados quando for requisitada por estes. Nestes casos, o intermediário financeiro apenas tem de informar estes investidores do seu direito a serem informados.

Numa perspectiva de custos, desenvolve-se o anterior artigo 312.º, n.º 1, alínea d), especificando o que se deve entender por custos do serviço a prestar. O investidor não qualificado deve ser informado de todas as despesas que os seus investimentos implicam, nomeadamente todas as remunerações, comissões, encargos e despesas conexas, bem como das modalidades de pagamento aceites pelo inter-

mediário financeiro. Só é devida informação fiscal se o instrumento financeiro em causa ou o serviço a ele associado forem alvo de tratamento fiscal específico.

É obrigatório o reporte célere à CMVM das operações realizadas pelo intermediário financeiro que tenham como objecto instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado situado ou a funcionar em qualquer Estado Membro da União Europeia. Esta regra é aplicável a intermediários financeiros com sede em território nacional e aos que, estando sediados noutro Estado Membro da União Europeia, estejam estabelecidos em Portugal por meio de uma sucursal. A forma desta comunicação é regulada pelo Regulamento e por outro(s) regulamento(s) a emitir pela CMVM, designadamente a Instrução da CMVM n.º 2/2007 relativa à informação a prestar sobre instrumentos financeiros e operações em instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Mais adiante, no âmbito contratual, o diploma vem especificar os deveres de informação a ter em conta em especial no âmbito da execução de ordens e da gestão de carteiras, que surgem como adicionais relativamente aos deveres anteriormente descritos.

Por último, sendo a lista de deveres de informação extensa, complexa e em alguma medida inovadora, cumpre salientar que terão de ser prestadas todas as informações ao investidor que possam afirmar com alguma segurança que este está consciente do tipo de investimento em que aplica o seu património. A própria lei parte do princípio de que a «extensão e a profundidade da informação devem ser tanto maiores quanto menor for o grau de conhecimentos e de experiência do cliente» - artigo 312.º, n.º 2. Só assim se salvaguarda o intermediário financeiro de posterior responsabilização por algum prejuízo do cliente que resulte do facto de este estar mal ou insuficientemente informado sobre os instrumentos financeiros ou os serviços que lhe sejam prestados em que invista.

#### **2.14 · Avaliação do carácter adequado (artigos 314.º a 314.º-D do Cód.V.M.)**

Na tentativa de proporcionar ao cliente oportunidades de investimento que melhor se adaptem ao seu perfil, é importante que o intermediário financeiro conheça ao pormenor quer os serviços que proporciona, quer os conhecimentos e a experiência dos clientes com que lida, visando adequar estes àquelas da melhor forma possível (princípio do *know your customer*). Esta é uma subsecção inovadora no

actual Cód.V.M., pelo que importa detalhar as exigências em causa.

Para o efeito, deve o intermediário financeiro solicitar ao cliente toda a informação relativa aos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento de forma a poder avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos nas operações projectadas. Esta informação deve incluir, no mínimo, os tipos de serviços, operações e instrumentos financeiros com que o cliente está familiarizado, a natureza, o volume e a frequência das operações do cliente em instrumentos financeiros, bem como o período em que foram realizadas e, por último, o nível de habilitações, a sua profissão ou anterior profissão, no caso de ser relevante para o efeito. A não adequação do investimento ao cliente deve-lhe ser notificada por escrito. Caso o cliente se recuse a prestar a informação requerida pelo intermediário financeiro, deve este último notificar aquele por escrito de que tal omissão de informação não permitirá um enquadramento fidedigno do cliente, o que pode resultar na inadequação de alguma ou algumas operações ao seu perfil de investimento, embora no caso da gestão de carteiras e da consultoria para o investimento, o intermediário financeiro, conforme descrito adiante, fique impedido, faltando a informação necessária nesta matéria, de recomendar tal operação ao cliente. Qualquer uma das advertências *supra* referidas pode ser fornecida ao cliente de forma padronizada.

Claro está que estas exigências serão aplicáveis na íntegra aos investidores não qualificados. Esta análise da adequação poderá ser feita, por exemplo, através de questionários dirigidos aos investidores (*suitability tests*). Quanto aos investidores qualificados existe uma presunção de que estes já possuem a experiência e os conhecimentos necessários para o serviço de investimento em causa. Mais, no caso de consultoria para investimento a investidores qualificados, o âmbito da presunção, no caso dos investidores qualificados, estende-se à capacidade financeira do cliente.

Para além das informações referidas nos parágrafos anteriores, no caso da gestão de carteiras, o Cód.V.M. exige ainda complementarmente que o intermediário financeiro conheça os objectivos do cliente, de forma a garantir que a operação a realizar se adapta àqueles, e que conheça a situação financeira do cliente, por forma a apurar se este pode suportar financeiramente a transacção. Neste caso específico, cumpre referir ainda que caso o intermediário financeiro não disponha da informação

necessária à avaliação da adequação da operação ao perfil do cliente, não poderá o intermediário financeiro recomendar a transacção ao cliente, nos termos do artigo 314.º-A, n.º 3.

É permitida a transmissão de informações sobre clientes entre intermediários financeiros, ficando, todavia, o transmitente da informação obrigado a prestar informação clara, suficiente e verdadeira, por forma a que o intermediário financeiro receptor da mesma se possa nela basear para verificar da adequação da operação ao cliente.

Por último, cumpre referir que a avaliação do carácter adequado da operação tem, não obstante, excepções ao nível da recepção e transmissão ou execução de ordens, onde tal avaliação poderá não ser exigível, desde que cumpridos os requisitos legalmente previstos.

### **2.15 · Classificação de clientes (artigos 317.º a 317.º-D do Cód.V.M.)**

De acordo com a análise efectuada aos clientes, é possível, posteriormente, ao intermediário financeiro realizar uma categorização dos clientes em função da sua experiência e conhecimentos nos investimentos em causa. Sendo também esta uma novidade do novo enquadramento jurídico pelo qual se rege agora a actividade dos intermediários financeiros, essa categorização divide-se em três classificações possíveis: investidor não qualificado, investidor qualificado e contraparte elegível. O nível de protecção destas três categorias é, respectivamente, descendente, o que significará uma maior protecção para o investidor não qualificado e uma protecção mínima relativamente às contrapartes elegíveis.

Como regra geral, o intermediário financeiro pode livremente conferir graus que apliquem uma maior protecção a qualquer um dos seus clientes (por exemplo, passar a tratar um investidor qualificado como um investidor não qualificado). Já o inverso, caso não se aplique nenhuma das alíneas do artigo 30.º do Cód.V.M., onde se definem claramente quem são os investidores qualificados, não será possível, uma vez que o intermediário financeiro estaria a desproteger o seu cliente sem razão aparente, o que vai contra o princípio de protecção patente neste novo quadro normativo. O que pode acontecer é a situação de o próprio cliente, por escrito, vir a requerer ao intermediário financeiro o seu tratamento como investidor qualificado. Esta alteração na classificação do cliente depende de uma adequada avaliação prévia a ser feita pelo intermediário financeiro aos conhecimentos e à experiência do

cliente na matéria a ser contratada. Além desta avaliação, a lei faz depender tal alteração de classificação do preenchimento de alguns requisitos, previstos no artigo 317.º-B, n.º 3.

Refira-se, ainda, que qualquer alteração dos pressupostos de categorização do cliente como invertidos qualificado deve ser comunicada por este ao intermediário financeiro.

### **2.16 · Melhor transmissão / execução (artigos 314.º-D e 330.º a 334.º do Cód.V.M.)**

No que respeita ao regime da execução de ordens, os intermediários financeiros devem adoptar uma política de execução de ordens, impendendo sobre eles o ónus de demonstrar que as ordens de um determinado investidor foram executadas de acordo com essa política. O desenvolvimento deste princípio faz recair sobre os intermediários financeiros, independentemente do instrumento financeiro em causa, a obrigação de adoptar as medidas necessárias para proporcionar ao cliente o melhor resultado possível aquando da execução das respectivas ordens e abrange a execução de decisões de negociar por conta de clientes, estipulando, justificadamente, para cada tipo de instrumentos financeiros, as estruturas de negociação que permitam obter, de uma forma reiterada, o melhor resultado possível para o cliente.

O intermediário financeiro deve, assim, comunicar a cada cliente a sua política de execução de ordens, não podendo iniciar a prestação de serviços antes de este ter prestado o seu consentimento. Note-se, contudo, que este dever de informação sobre a política de execução é menos exigente em relação a investidores não qualificados, em conformidade com a lógica subjacente a toda a regulamentação DMIF no que respeita a esta matéria.

Para este efeito, os clientes devem prestar informações adequadas relativamente à política de melhor execução a adoptar pela entidade que preste serviços de investimento que permita ao intermediário financeiro avaliar e proporcionar o melhor resultado possível com base num conjunto de factores ponderados tendo em atenção as características do cliente (incluindo a sua natureza de investidor não qualificado ou de investidor qualificado), bem como o preço, os custos, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume ou a natureza da operação.

Do mesmo modo, o intermediário financeiro deve, na prestação dos serviços de gestão de carteiras ou

de recepção e transmissão de ordens, adoptar as medidas necessárias para obter o melhor resultado possível para os seus clientes, excepto quando este se limite a seguir instruções específicas dadas pelo cliente. Para assegurar este dever, o intermediário financeiro deve adoptar uma política que identifique, em relação a cada tipo de instrumentos financeiros, os intermediários financeiros a quem as ordens serão transmitidas, os quais devem dispor de meios que permitam cumprir aquele dever. Sobre o intermediário financeiro impende também o dever de prestar aos seus clientes a informação relevante sobre esta política.

As políticas acima referidas deverão ser revistas pelo intermediário financeiro anualmente e sempre que ocorra qualquer alteração relevante susceptível de afectar a capacidade do intermediário financeiro de continuar a obter o melhor resultado possível, em termos consistentes.

### **2.17 · Passaporte Europeu**

O Pacote DMIF introduziu um acréscimo de eficácia no regime do «passaporte europeu», com uma maior flexibilidade do processo inerente à actividade transfronteiriça, a qual pode ser desenvolvida em regime de livre prestação de serviços ou mediante o estabelecimento de sucursal. Este regime encontra-se previsto no RGICSF. A este respeito, importa assim distinguir:

- (i) a livre prestação de serviços, onde impera o princípio da supervisão pela autoridade do Estado Membro de origem. Para este efeito, entende-se como autoridade de supervisão do Estado Membro de origem aquela que, no Estado Membro da União Europeia em causa, tenha sido designada como ponto de contacto nos termos do artigo 56.º da Directiva 2004/39/CE, relativo à obrigação de cooperação entre as autoridades de supervisão de Estados Membros diferentes; e
- (ii) o estabelecimento de sucursais, onde o princípio *supra* referido é mitigado por imperativos de ordem prática decorrentes da maior proximidade das autoridades de supervisão do Estado Membro de acolhimento, por força da proximidade física e da sua maior capacidade de intervenção. Assim, a autoridade de supervisão do Estado Membro de acolhimento é responsável nestes casos pela supervisão dos deveres de manutenção de registos e dos deveres gerais de conduta, das normas relativas à política de execução nas condições mais vantajosas para o cliente e ao tratamento de ordens de clientes,

bem como das normas que impõem deveres de divulgação de informação pré e pós-negociação.

Merecem, ainda, destaque a eliminação do direito do Estado Membro de acolhimento condicionar o exercício da actividade ao cumprimento, «por razões de interesse geral», de normas internas e a inclusão, nas notificações, de informação sobre o recurso a agentes vinculados.

Por último, cumpre referir que com a «elevação» da actividade de consultoria para investimento de serviço auxiliar para serviço de investimento, as entidades que pretendam prestar esta actividade de intermediação financeira, numa base transfronteiriça, devem assumir a natureza de empresa de investimento, com as consequências inerentes ao nível do exercício da actividade em regime de estabelecimento de sucursal ou prestação de serviços acima descritas. Também neste ponto, poderá revestir-se de utilidade a consulta das recomendações do CESR nesta matéria, através do site [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

### **2.18 · Simplificação na Supervisão do Mercado de Instrumentos Financeiros (em especial, artigos 207.º, 297.º, 304.º-B, 352.º a 377.º-A do Cód.V.M.)**

Reflexo da simplificação operada na supervisão do mercado de instrumentos financeiros é a substituição de diversos actos de registo por deveres de comunicação e o simultâneo reforço da supervisão *a posteriori*. Neste sentido, verifica-se que o registo na CMVM dos intermediários financeiros passa a incidir apenas sobre as actividades de intermediação financeira que o intermediário financeiro pretende exercer, passando os demais elementos a ser sujeitos a mera comunicação. Do mesmo modo, os códigos de conduta que venham a ser aprovados pelas associações profissionais de intermediários financeiros, bem como as cláusulas contratuais gerais reguladoras de contratos de derivados passam a estar sujeitos a um dever de comunicação à CMVM (dever de comunicação prévio, no caso das cláusulas contratuais gerais, e subsequente, no caso dos códigos de conduta).

São ainda reforçados os procedimentos de cooperação entre as autoridades competentes dos vários Estados Membros, passando a ser exigida a criação de um «ponto de contacto». No caso português, a CMVM é a autoridade competente designada como ponto de contacto para os efeitos previstos no artigo 56.º, n.º 1 da DMIF, *i.e.*, facilitar e acelerar a cooperação e, em particular, a troca de informações entre as autoridades competentes dos diferentes Estados Membros.

### **3 · ALTERAÇÕES AO REGIME GERAL DAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO E SOCIEDADES FINANCEIRAS**

A par do Cód.V.M., o legislador aproveitou a oportunidade para alterar e aditar alguns artigos do RGICSF. Muitas destas alterações não são consequência directa da transposição do Pacote DMIF, mas nem por isso a sua referência deve ser desconsiderada. Cumpre, por isso, referir, sem prejuízo de pequenas alterações e de outras já anteriormente mencionadas, as principais alterações que o Decreto-Lei em análise introduziu neste diploma.

Logo no artigo 3.º, onde se definem as espécies de instituições de crédito, acrescentam-se as instituições de crédito hipotecário. No artigo 4.º altera-se a redacção da alínea n) para «Mediação de Seguros». Os requisitos gerais que devem ser satisfeitos pelas instituições de crédito com sede em Portugal também são ligeiramente modificados (*vd.* artigo 14.º, RGICSF).

Em sede de competência regulamentar, no artigo 99.º, para além da modificação formal que se opera entre o corpo do antigo artigo e do actual n.º 1, atribui-se expressamente ao Banco de Portugal o dever de regular, no âmbito dos requisitos para instrução do pedido de autorização de abertura de uma instituição de crédito em Portugal, sobre o que se entende por dispositivos sólidos em matéria de governo da sociedade e todas as demais exigências contempladas no artigo 17.º, n.º 1, alínea f).

No artigo 120.º, n.º 5, e aqui em consonância com o disposto no Pacote DMIF, é alargado o âmbito das obrigações de registo e arquivos sobre transacções. Se, na anterior redacção, se exigia o arquivo de dados relativos a serviços de investimento prestados em outros Estados membros da União Europeia, na actual redacção deste artigo não se faz qualquer distinção em termos de operações cujos dados estão sujeitos a registo e arquivo, pelo que se entende que serão «todos os dados relevantes sobre (todas) as transacções relativas a serviços e actividades de investimento».

Ainda no âmbito do Pacote DMIF, é actualizada, em conformidade com este, a lista do artigo 199.º-A que tipifica os serviços e as actividades de investimento. O artigo 199.º-B expressamente afasta a aplicação do RGICSF às sociedades de consultoria para investimento (agora um serviço de investimento principal, de acordo com as novas definições do Cód.V.M. adaptado ao Pacote DMIF) e às sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral.

Tal como acontece com as instituições de crédito, também os requisitos gerais para autorização de abertura de uma empresa de investimento com sede em Portugal são ligeiramente modificados. Neste domínio, muitas das alterações são adaptações formais ao Pacote DMIF, nomeadamente actualizando a antiga lei face ao novo enquadramento comunitário que rege esta matéria. Também no artigo 199.º-E, para além das alterações que aí se fazem à redacção das alíneas do n.º 1, são aditadas duas novas disposições que procuram adaptar o RGICSF ao novo enquadramento legal dos instrumentos financeiros e serviços associados, nomeadamente fazendo referência aos agentes vinculados.

No artigo 199.º-F as alterações foram totais, mudando-se, inclusivamente, a epígrafe do artigo para «Irregularidades quando esteja em causa a prestação de serviços e actividades de investimento». O conteúdo anterior deste artigo deixou de fazer sentido por ser consumido pelas disposições anteriores, pelo que se optou pela inclusão de matéria completamente nova. A remissão feita pelo antigo artigo 199.º-G passa a constar do n.º 1, do artigo 199.º-I, visto que todo o conteúdo do antigo artigo 199.º-I (sobre o regime das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário) é revogado. O regime das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário passa a estar regulado no artigo 199.º-L, aditado ao RGICSF pelo presente Decreto-Lei.

Por último, cumpre referir que se procura intensificar as relações de cooperação entre autoridades de supervisão, nomeadamente com as novas regras dispostas na redacção alterada dos artigos 199.º-G e 199.º-H (onde surge um capítulo V com uma nova epígrafe, cuja designação é precisamente «Cooperação com outras entidades»). No ora aditado artigo 199.º-J dispõe-se sobre outras competências atribuídas às autoridades de supervisão.

## 4 · DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

### 4.1 · Comunicação de Participações Qualificadas (artigos 16.º a 21.º - A do Cód.V.M.)

As alterações ao regime de comunicação de participações qualificadas introduzidas pelo Decreto-Lei visam concluir o processo de transposição das disposições aplicáveis a esta matéria previstas na Directiva da Transparência iniciado com a publicação do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que transpôs para o ordenamento jurídico interno a

Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição.

As modificações agora introduzidas resultam, no essencial, no estabelecimento de novos limiares para constituição no dever de comunicação de participação qualificada e previsão de excepções ao regime de notificação (sem prejuízo da sua comunicação à CMVM) no caso de (i) acções transaccionadas exclusivamente para efeitos de operações de compensação e liquidação e de criação de mercado; (ii) redefinição do prazo legal para realização das notificações relevantes e para a respectiva divulgação ao mercado pela sociedade participada; e (iii) simplificação do conteúdo da comunicação.

No novo artigo 21.º-A do Cód.V.M., aditado pelo Decreto-Lei, estabelecem-se ainda algumas regras de equivalência relativamente a emitentes com sede estatutária fora da União Europeia, excluindo-se, nesse caso, a aplicação de alguns dos deveres de notificação previstos no Cód.V.M.

De salientar, finalmente, a norma de direito transitório prevista no artigo 18.º, número 1, do Decreto-Lei, nos termos do qual quem, à data da respectiva entrada em vigor (1 de Novembro de 2007), disponha de participação qualificada nos termos do artigo 16.º do Cód.V.M., com a redacção introduzida pelo Decreto-Lei, que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, dispõe de dois meses para comunicar ao emitente a informação relevante, a qual deverá ser por este divulgada no prazo previsto no artigo 17.º do Cód.V.M.

### 4.2 · Dever de comunicação de participação qualificada

No que se refere aos limiares relevantes para efeitos do dever de comunicação de participação qualificada, estabelecem-se novos limites, devendo para o efeito da sua aplicação, atender-se ainda à lei pessoal da sociedade participada em causa. Assim, encontra-se sujeito a este dever, quem atinja ou ultrapasse participação de:

— 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa;

— 5%, 15% e 25% dos direitos de voto correspondentes ao capital social relativamente a:

(i) sociedade aberta, sujeita a lei pessoal portuguesa, emitente de acções ou de outros valores

mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal;

(ii) sociedade, com sede estatutária noutro Estado Membro, emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, exclusivamente admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal;

(iii) sociedade cuja sede social se situe fora da União Europeia, emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, em relação à qual a CMVM seja autoridade competente nos termos do artigo 244.º-A do Cód.V.M.; e

(iii) 2% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de sociedade aberta, sujeita a lei pessoal portuguesa, emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal.

O dever de comunicação aplica-se, igualmente, a quem reduza a sua participação qualificada para valor inferior a qualquer dos limites identificados nas *supra* mencionadas alíneas.

#### **4.3 · Excepções ao regime de notificação: operações de compensação e liquidação; criadores de mercado**

O novo artigo 16.º-A do Cód.V.M., introduzido pelo Decreto-Lei, consagra a inaplicabilidade do disposto no artigo 16.º do mesmo diploma relativamente ao dever de notificação de participações qualificadas, sem prejuízo do dever de comunicação à CMVM:

(i) no que respeita a acções transaccionadas exclusivamente para efeitos de operações de compensação e de liquidação no âmbito do ciclo curto e habitual de negociação;

(ii) às participações de intermediário financeiro, actuando como criador de mercado, que atinjam, ultrapassem ou se tornem inferiores a 5 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social, desde que aquele não intervenha na gestão do emitente em causa, nem o influencie a adquirir essas acções ou a apoiar o seu preço.

No caso da alínea (a), estão em causa situações de detenção temporária de acções, transaccionadas em bolsa e/ou fora de mercado, para efeitos de operações de compensação e de liquidação, no âmbito do ciclo curto e habitual de 3 dias de negociação contados a partir da operação. Segundo o entendimento do CESR, expresso no Parecer Técnico sobre Possíveis Medidas de Implementação da Directiva da Transparência (datado de Junho de 2005), a aplicação desta excepção pressupõe que, durante o período transitório de detenção da participação qualificada, os direitos de voto inerentes às acções em causa não sejam exercidos e que tais acções não sejam, de outro modo, utilizadas para intervir na gestão do emitente.

No mesmo sentido, na situação descrita na alínea (b) *supra*, o legislador nacional faz depender a inaplicabilidade do disposto no artigo 16.º do Cód.V.M. do facto de o intermediário financeiro, actuando como criador de mercado, não intervir na gestão do emitente em causa, nem o influenciar a adquirir essas acções ou a apoiar o seu preço. De acordo com o entendimento do CESR, expresso no citado Parecer Técnico, a aplicação desta excepção pressupõe, ainda, o não exercício, pelo criador de mercado, dos direitos de voto inerentes às acções detidas no exercício dessa mesma actividade.

Finalmente, importa notar que a aplicação desta excepção em benefício de um criador de mercado implica o cumprimento, pelo intermediário financeiro, de determinados deveres de informação perante a CMVM, conforme previsto no n.º 4 do novo artigo 16.A do Cód.V.M.

#### **4.4 · Redefinição do prazo legal para realização das notificações relevantes e para a respectiva divulgação ao mercado pela sociedade participada**

O prazo para cumprimento dos deveres de comunicação relativos à detenção de participações qualificadas nos termos anteriormente descritos é agora de quatro dias de negociação após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento, presumindo-se, para este efeito, que o participante tomou conhecimento do facto determinante do dever de comunicação no prazo de dois dias de negociação após a sua ocorrência.

Por seu turno, a sociedade participada, deve divulgar ao mercado, nos termos legais, toda a informação recebida, o mais rapidamente possível, e no prazo máximo de três dias de negociação após recepção da comunicação relevante.

No cumprimento dos novos prazos legais acima referidos deverá ser tida em conta a definição de dias de negociação estabelecida no artigo 18.º do Cód.V.M., nos termos do qual consideram-se dias de negociação, aqueles em que esteja aberto para negociação o mercado regulamentado no qual as acções ou os outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição estejam admitidos. Cabe à CMVM a divulgação, através do seu sistema de divulgação de informação ([www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), do calendário de dias de negociação dos mercados regulamentados situados ou a funcionar em Portugal.

#### **4.5 · Simplificação do conteúdo da comunicação**

O Cód.V.M. regula, ainda, o conteúdo da notificação a efectuar em cumprimentos dos deveres de comunicação de participação qualificada. A este propósito, assinala-se a alteração introduzida pelo Decreto-Lei tendo em vista a sua simplificação, deixando de ser exigido ao participante que considere, no cálculo da percentagem de direitos de voto que lhe corresponda, as acções próprias da sociedade participada. Assim, os direitos de voto são calculados com base na totalidade das acções com direito de voto correspondentes ao capital social da sociedade participada.

#### **4.6 · Deveres de informação relativa a valores mobiliários admitidos à negociação (artigos 244.º a 251.º do Cód.V.M.)**

A transposição da Directiva da Transparência operada pelo Decreto-Lei, implicou também diversas alterações ao regime dos deveres de informação

relativa a valores mobiliários admitidos à negociação.

De entre as modificações introduzidas neste domínio importa destacar, sem prejuízo da relevância das demais alterações, a obrigatoriedade de as sociedades emitentes divulgarem as suas contas anuais no prazo de quatro meses após o termo do exercício, ainda que não hajam sido, durante esse período, submetidos à aprovação em assembleia geral. Em complemento desta regra, a entidade emiteente encontra-se obrigada a tornar pública a deliberação da assembleia geral relativa aos documentos de prestação de contas.

Por outro lado, a prestação de informação trimestral passou a estar limitada às empresas de grande dimensão admitidas à negociação em mercado regulamentado, ficando as pequenas e médias empresas sujeitas ao dever de divulgar informação intercalar da administração, com o conteúdo definido no n.º 2, do novo artigo 246.º-A do Cód.V.M. Para efeitos da categorização das entidades emitentes como empresas de pequena, média e grande dimensão, o legislador adoptou os critérios quantitativos utilizados no Código das Sociedades Comerciais (artigo 413.º, n.º 2) para efeitos da definição da estrutura do órgão de fiscalização da sociedade.

Finalmente, salienta-se a definição de um conjunto de normas expressas relativas aos meios e forma de divulgação da informação objecto de publicação obrigatória, elegendo-se o sistema de divulgação de informação disponível na página de Internet da CMVM como mecanismo oficial para o seu armazenamento, à semelhança do que já sucedia até à entrada em vigor do Decreto-Lei.