

PORTUGAL

COMENTÁRIO AO NOVO REGULAMENTO DA CMVM SOBRE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS

Comentário ao novo Regulamento da CMVM sobre produtos financeiros complexos

Este artigo aborda o recente Regulamento da CMVM n.º 2/2012, sobre os deveres informativos relativos à comercialização e publicidade de produtos financeiros complexos em Portugal, que veio revogar na íntegra o Regulamento da CMVM n.º 1/2009 e parcialmente o Regulamento da CMVM n.º 8/2007. Procuraremos, neste breve comentário, enquadrar a origem e propósitos do novo regime jurídico e salientar os seus aspetos mais relevantes e inovadores. A abordagem crítica constante deste artigo inspirou-se nos contactos já mantidos com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários no âmbito da discussão e aplicação prática de várias daquelas normas, sobretudo da perspectiva dos emitentes e entidades comercializadoras de produtos financeiros complexos.

Comments to the new CMVM regulation on complex financial products

This article focuses on the recent CMVM Regulation no. 2/2012, on the information duties related to the marketing and advertising of complex financial products in Portugal, which entirely replaces CMVM Regulation no. 1/2009 and also partially revokes CMVM Regulation no. 8/2007. Our aim, in this brief commentary, is to put the origin and goals of this new legal framework into context, and emphasise its most relevant and innovative aspects. The critical approach comprised in this article was inspired in the contacts maintained so far with the Portuguese Securities and Exchange Commission (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) within the scope of the practical discussion and application of several of those rules, especially from the standpoint of the issuers and marketing entities of complex financial products.

Origem e antecedentes da nova regulamentação

Escrevíamos, em 2010, por ocasião da publicação do Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro e do Regulamento da CMVM n.º 1/2009 (v. «Produtos Financeiros Complexos», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 27, 2010, págs. 104 ss.) que se assistia a um crescimento significativo dos produtos financeiros complexos, antecipando-se que esta temática iria permanecer nos radares das principais organizações internacionais, merecendo uma especial atenção por parte das autoridades reguladoras e de supervisão europeias e nacionais. Volvidos cerca de três anos, constatamos terem sido certas tais previsões, verificando-se a acentuação de qualquer uma dessas tendências.

Efetivamente, o mercado dos produtos financeiros complexos movimenta atualmente, a nível europeu, cerca de 10 biliões de euros. Um inquérito levado a cabo em 2011 junto de consumidores em toda a União Europeia revelou que o setor dos serviços financeiros é - de entre todos os outros setores da indústria - aquele em que os consumidores menos confiam. É, assim, expectável e desejável que este tipo de produtos esteja no centro da atenção dos reguladores, quer nacionais, quer pan-europeus, tendo em conta a sua missão de proteção dos investidores - em especial dos investidores de «retalho» ou, numa nomenclatura mais técnica, não qualificados, de acordo com a definição constante do Código dos Valores Mobiliários - e de garantir de um maior acesso por parte dos investidores a mais informação e de melhor qualidade.

A importância da transparência e da comparabilidade da informação sobre produtos financeiros complexos ou, na terminologia comunitária, *packaged retail investment products* (PRIPs) para investidores de «retalho», foi particularmente acentuada pela crise global dos mercados financeiros de 2007/2008 com repercussões até aos dias de hoje. A crise financeira tornou-se uma crise de confiança dos consumidores / investidores. Melhorar a transparência, identificação e comparabilidade de riscos e a prestação de informação em geral sobre este tipo de produtos e, bem assim, reforçar as exigências de supervisão são, deste modo, considerados vitais para reconstruir a confiança nos mercados financeiros.

De referir que em matéria de organismos de investimento coletivos em valores mobiliários (os designados OICVMs ou, na terminologia anglo-saxónica, UCITS) tem vindo a ser desenvolvido um esforço muito significativo de harmonização a nível comunitário na regulação das matérias atinentes à qualidade da informação prestada a investidores, tendo sido inclusivamente consagrados, recentemente, em Portugal, em virtude da transposição da Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns OICVMs (a Diretiva UCITS IV), novos requisitos ao nível do documento com as informações fundamentais destinadas aos investidores (IFI). O mesmo desiderato se pretende alcançar para todos os outros produtos de investi-

mento dirigidos ao mercado financeiro de «retalho» que se subsumam às categorias de produtos financeiros complexos, tal como definidos na legislação nacional, ou PRIPs, de acordo com a noção constante da atual proposta da Comissão Europeia de Regulamento europeu relativo a PRIPs, de 3 de julho de 2012. É neste contexto que surge e se situa o Regulamento da CMVM n.º 2/2012, que consagra os deveres informativos relativos a produtos financeiros complexos e comercialização de operações e seguros ligados a fundos de investimento, revogando o anterior Regulamento da CMVM n.º 1/2009 sobre produtos financeiros complexos e o Regulamento da CMVM n.º 8/2007, em tudo o que diga respeito aos seguros e operações ligados a fundos de investimento.

Como elementos percursos do novo Regulamento, refiram-se os resultados obtidos nos dois processos de consulta pública que a CMVM decidiu levar a cabo neste domínio. Por um lado, a Consulta Pública n.º 1/2010, destinada a averiguar a necessidade de nova regulamentação sobre produtos financeiros complexos e o sentido da mesma, tendo os resultados do estudo então encetado confirmado a tese de que os produtos financeiros complexos apresentam rentabilidades esperadas mais baixas do que as rentabilidades salientadas nas campanhas publicitárias (que em geral são as rentabilidades máximas) e na maioria dos casos inferiores à dos depósitos tradicionais, tendo-se igualmente constatado que as elevadas rentabilidades anunciadas tinham uma probabilidade de ocorrência bastante reduzida. Por outro lado, a Consulta Pública n.º 1/2012 destinada a recolher a análise do mercado à nova regulamentação proposta, onde merecem destaque as principais preocupações justificativas da atual proposta de revisão da regulamentação dos produtos financeiros complexos, com especial relevância para a maior complexidade dos produtos financeiros, o aumento das reclamações dos investidores e os resultados insatisfatórios obtidos da análise à informação disponibilizada aos investidores, quer pela sua insuficiência, quer pela sua complexidade e tecnicidade.

Nestes termos, de entre os principais objetivos declarados da reforma empreendida através do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, destacam-se a melhoria da compreensão dos riscos por parte dos investidores, possibilitando um reforço da sua proteção, a categorização de produtos de acordo com os riscos gerados, a padronização das advertências aos investidores e da informação contratual a ser-lhes disponibilizada, bem como objetivos de simplificação regulatória com vista a aumentar a segurança

jurídica para os investidores e entidades comercializadoras de produtos financeiros complexos.

O novo Regulamento resulta assim, essencialmente, da necessidade de proceder à revisão do anterior Regulamento em matéria de produtos financeiros complexos à luz da experiência acumulada de quase três anos e dos elementos recolhidos nos referidos processos de consulta pública. Visa ainda enformar num corpo normativo a política enunciada pela CMVM nesta matéria em 2011, a qual assenta essencialmente num conjunto de pilares que trataremos de descrever sucintamente em seguida.

Desde logo, esta política determinou a criação em 16 de Fevereiro de 2011 do Comité de Inovação Financeira (CIF) tendo em vista a respetiva prossecução. Por outro lado, preconiza o reforço da supervisão da emissão (quando ocorra em território nacional) e, sobretudo, da comercialização de produtos financeiros complexos (incluindo os produtos comercializados ao abrigo do passaporte europeu do prospeto), com um cuidado reforçado na supervisão das estratégias e práticas de comercialização e conflitos de interesses, assumindo-se, por isso mesmo, em matéria de documentos informativos e prospectos simplificados (correspondentes ao atual documento informativo intitulado «Informações Fundamentais ao Investidor» ou IFI), e ainda ao nível das peças publicitárias, como uma supervisão de cariz mais interventivo, atuante e «invasivo», com o que se espera alcançar também a médio prazo a produção de um efeito pedagógico relevante junto de intermediários financeiros, comercializadores e emitentes. De igual modo, recomenda a emissão de nova regulamentação de modo a contemplar a obrigatoriedade de cálculo e disponibilização das probabilidades de ocorrência de alguns cenários de evolução e rentabilidade possível e a introdução de algumas advertências aos investidores nos documentos *supra* mencionados. Outra área da intervenção da CMVM no âmbito desta política está relacionada com a emissão de informações e recomendações de natureza pedagógica dirigidas a investidores, tendo sido designadamente divulgado um documento com «Recomendações aos Investidores sobre Produtos Financeiros Complexos», bem como um «Guia sobre Produtos Financeiros Complexos». Em conformidade com os objetivos propugnados por esta política, prevê-se igualmente uma intervenção regulamentar no sentido de promover a transparência pós-comercialização deste tipo de instrumentos financeiros. Por último, propõe-se também a CMVM, no âmbito da respetiva execução, alcançar um grau de harmonização dese-

jado ao nível dos documentos exigidos para a comercialização de produtos financeiros complexos, com o objetivo de permitir potenciar a comparabilidade entre os vários tipos de instrumentos e eliminar espaços residuais de arbitragem regulatória que ainda subsistem. O modo como cada um destes aspetos foi concretizado na nova regulamentação, tal como consubstanciada no Regulamento da CMVM n.º 2/2012, será objeto de tratamento mais detalhado nas secções seguintes do presente artigo.

Para além dos esforços encetados no plano doméstico que se traduziram na adoção do novo Regulamento, também no panorama internacional se tem vindo a avançar no sentido de uma supervisão mais atenta, atuante e proativa no domínio dos produtos financeiros complexos.

Cabe referir, por um lado, o papel fundamental acometido à autoridade europeia para os mercados de valores mobiliários (ESMA) neste domínio, de acordo com as competências que lhe foram atribuídas pelo Regulamento (EU) n.º 1095/2010.

Importa, por outro lado, salientar a evolução internacional na temática da inovação financeira e da comercialização de produtos financeiros complexos corporizada, designadamente, nas iniciativas conjuntas em curso das três agências reguladoras europeias em matéria de PRIPs, que vieram a culminar na já referida proposta de Regulamento europeu sobre PRIPs, a qual se encontra ainda em fase de discussão. Na génese desta proposta esteve um pedido formulado pelo Conselho ECOFIN em Maio de 2007 à Comissão Europeia para que analisasse a coerência da legislação europeia aplicável a diferentes tipos de produtos de investimento dirigidos ao mercado financeiro de «retalho», pedido este que resultou na emissão de uma Comunicação sobre PRIPs em Abril de 2009 onde a Comissão Europeia concluiu que o estabelecimento de um ambiente regulatório satisfatório e sustentável para a venda e prestação de informação sobre este tipo de produtos apenas poderia ser alcançado através de uma alteração legislativa de âmbito europeu, tendo em conta que a ausência de normas de âmbito europeu determina inconsistências nas práticas adotadas nos vários segmentos de produtos e Estados Membros, com todos os custos que lhes são inerentes. Com esta proposta de Regulamento europeu - a qual, de resto, se insere num pacote legislativo mais amplo destinado a reconstruir a confiança dos consumidores nos mercados financeiros - a Comissão Europeia pretende suprimir alguns dos problemas detetados ao nível dos PRIPs, alinhando-os com os requisitos exigidos já a nível europeu

para os OICVM, com o produção do *Key Investor Information Document* (UCITS KIID).

Adicionalmente, importa ainda referir o desenvolvimento de novas atividades de supervisão no âmbito dos produtos financeiros complexos por parte de várias autoridades de supervisão congéneres da CMVM, tais como a *Financial Services Authority* (FSA) do Reino Unido, a *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) de França, a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) de Espanha, a *Autoriteit Financiële markten* (AMF) da Holanda, a *Financial Services and Markets Authority* (FSMA) da Bélgica e a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) da Alemanha.

Importante é frisar que, de uma forma ou de outra, todas estas iniciativas foram tidas em consideração na elaboração do novo Regulamento português sobre produtos financeiros complexos e na prossecução dos objetivos gizados, tendo algumas das soluções aí preconizadas sido influenciadas pelas experiências e práticas adotadas noutros países europeus, bem como pelas soluções propostas ao nível da União Europeia, para além, naturalmente, dos trabalhos preparatórios e processos de consulta pública de cariz interno promovidos pela própria CMVM.

Nova abordagem a velhos conceitos

Por forma a alcançar os objetivos acima delineados, a CMVM começou por sugerir, na Proposta de Regulamento da CMVM n.º 1/2012 submetida a consulta pública em janeiro de 2012 (documento que viria, afinal, a ser publicado já como Regulamento da CMVM n.º 2/2012), um alargamento de dois conceitos chave para o âmbito objetivo da nova regulamentação: a própria definição de produtos financeiros complexos e o conceito de comercialização destes produtos.

Conceito de produtos financeiros complexos

Conforme expresso no documento que acompanhava a Proposta de Regulamento, a definição de produtos financeiros complexos foi alterada para declaradamente incluir, ademais dos produtos já previstos no Regulamento da CMVM n.º 1/2009, os seguros e as operações de capitalização ligadas a fundos de investimento (*unit linked*). Deste modo, subtraindo estes dois tipos de produtos da disciplina do Regulamento da CMVM n.º 8/2007, a CMVM formalizava uma harmonização de regimes que já vinha a ser ensaiada desde 2009.

No entanto, as alterações propostas ao conceito de produtos financeiros complexos não ficaram por aqui. Recorde-se que, na pendência do anterior Regulamento da CMVM n.º 1/2009, o leque de produtos financeiros considerados «complexos» havia resultado de um esforço de condensação da (parca) definição contida no Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de novembro e dos elementos contidos no «Entendimento conjunto do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários quanto à delimitação de competências respeitantes a produtos financeiros complexos», fixando-se, no preâmbulo do diploma de 2009, um elenco não totalmente determinado e, assim, aberto, de produtos financeiros que deveriam ser considerados complexos, o que permitia à CMVM reclamar competência para analisar todos os produtos financeiros que não se reconduzissem a depósitos.

Na Proposta de Regulamento, foi ainda introduzida uma simples alteração mas que poderia ter um impacto prático de enorme vastidão. Fazemos referência ao facto de, no documento sujeito a consulta pública, a CMVM considerar como produtos financeiros complexos quaisquer certificados, incluindo os certificados *plain vanilla*, aqueles que se limitam a reproduzir fielmente o desempenho de um instrumento financeiro subjacente que não pudesse ser considerado um produto financeiro complexo, os quais estavam excluídos da classificação do Regulamento n.º 1/2009. No entanto, esta proposta viria a ser abandonada após a Consulta Pública n.º 1/2012.

Deste modo, alargado na Proposta mas mitigado na versão final, o novo Regulamento inclui agora no seu articulado (e já não no preâmbulo) uma enumeração exemplificativa dos instrumentos abrangidos, incluindo expressamente (a) os instrumentos financeiros derivados e os valores mobiliários de estrutura derivada, com exceção (novamente) dos certificados que se limitem a replicar fielmente a evolução de um instrumento financeiro que não possa ser considerado um produto financeiro complexo, (b) as obrigações estruturadas, (c) outros valores mobiliários representativos de dívida com possibilidade de reembolso abaixo do valor nominal, (d) os contratos de seguro *unit-linked* e (e) os produtos duais (da definição legal contida no Regulamento, um produto dual será aquele «que compreende a comercialização combinada de dois ou mais produtos financeiros, ou de depósitos bancários e produtos financeiros, resultando, da combinação, um produto com designação e com características específicas e incidíveis em relação aos elementos que o compõem»).

Em paralelo, o novo Regulamento veio esclarecer que as unidades de participação em organismos de investimento coletivo não harmonizados que não sejam fundos de investimento imobiliários ou fundos de capital de risco poderão ser, caso a caso, qualificados pela CMVM como produtos financeiros complexos e, assim, ser submetidos ao seu regime.

A estatuição expressa desta norma permite esclarecer as questões deixadas em aberto pelo anterior Regulamento da CMVM n.º 1/2009. De facto, o anterior quadro regulamentar, exceto quanto aos produtos *unit-linked* (e aqui apenas para remeter para o Regulamento próprio), não fazia menção ao tratamento a dar a fundos de investimento ou, genericamente, a quaisquer organismos de investimento coletivo que pudessem vir a ser considerados produtos financeiros complexos. Em consequência, discutia-se na prática se se poderia - ou deveria - submeter os organismos de investimento coletivo harmonizados (sujeitos à disciplina da Diretiva UCITS IV) e não harmonizados às normas daquele Regulamento, quando a CMVM viesse a determinar que, dada a configuração do organismo em causa, a unidade de participação deveria ser considerada um produto financeiro complexo. Dúvida agora encerrada, na medida em que se prevê expressamente o controlo dos fundos não harmonizados, ficando os harmonizados, sob pena de se imporem limitações que extravasem as estabelecidas em diplomas da União Europeia, sujeitos apenas ao seu regime próprio, entretanto revisto pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio, que implementa a referida Diretiva UCITS IV. De acordo com o Regulamento, a análise e qualificação casuística dos organismos de investimento coletivo não harmonizados será levada a cabo durante o processo de aprovação da sua constituição.

Comercialização

Numa outra vertente deste novo Regulamento, o conceito de comercialização foi também aprofundado para permitir que o seu âmbito fosse mais alargado. Como base, o preâmbulo retoma a definição de colocação (que o regulador equipara, para estes efeitos, à comercialização) contida também no preâmbulo do Regulamento da CMVM n.º 1/2009, «[a] qual pressupõe uma iniciativa ou atividade dirigida a investidores em Portugal, no sentido de divulgar ou propor a subscrição, aquisição ou transação de um produto financeiro complexo, utilizando qualquer dos meios publicitários ou de comunicação usuais, inclusive meios à distância, tal como a Internet». Como reitera

a CMVM, trata-se de um conceito «estabilizado na lei e na prática financeira, não cuidando este regulamento de fazer qualquer concretização».

O referido alargamento não incidiu sobre esta base mas sim pela expressa fixação no Regulamento de um conjunto de critérios objetivos para determinar em que casos, para os devidos efeitos, há comercialização de produtos financeiros complexos. Para tal, e por um lado, a CMVM socorreu-se definitivamente do conceito de «investidores não qualificados», o qual se pressentia - e era aplicado na prática -, embora o Decreto-Lei n.º 211-A/2008 e o Regulamento da CMVM n.º 1/2009 apenas referissem «investidor». Esta formalização terá também beneficiado da influência das iniciativas legislativas na sede da União Europeia destinadas aos PRIPs, precisamente por se tratarem de produtos distribuídos no mercado financeiro de «retalho». Por outro lado, e de forma a afastar definitivamente a confusão (surgida na prática) com a dicotomia oferta pública / oferta particular, a CMVM optou por determinar um *quantum* mínimo de investidores não qualificados a quem se ofereça o produto, estabelecendo que haverá sempre comercialização quando esta «se dirija a, pelo menos, cinco investidores não qualificados residentes ou com estabelecimento em Portugal». Deste modo, fica claro que uma oferta particular de um produto financeiro que seja considerado complexo, que se dirija a pelo menos cinco investidores residentes ou estabelecidos no território português, desde que não qualificados, estará integralmente sujeita aos principais deveres regulamentares, nomeadamente o de preparação e disponibilização do IFI. Tal não acontecia na vigência do Regulamento anterior, quando, na prática, era comum isentarem-se as ofertas particulares do cumprimento dos deveres de informação neles previstos, impondo meras comunicações para efeitos estatísticos ao abrigo do regime então existente.

Trata-se de um esforço que é de aplaudir, uma vez que concederá maior certeza e segurança jurídicas aos agentes económicos e, o que não é de somenos relevância considerando os recursos finitos do regulador, permitirá desburocratizar o processamento de informação pela CMVM - ainda que potencialmente alargando as ofertas sujeitas a este regime, a certeza acrescida permitirá libertar recursos para a análise efetiva das ofertas e respetivos documentos e não para a discussão «introdutória» sobre se a oferta em causa estaria ou não sujeita aos deveres regulamentares - e, assim, tornar o próprio mercado mais eficiente.

Destaque-se ainda a determinação de outro *quantum* mínimo, o do valor unitário do produto em causa a

partir do qual estaria a comercialização isenta da aplicação dos deveres do Regulamento, elevado, seguindo o regime atualizado das ofertas públicas constante do Código dos Valores Mobiliários (por transposição da Diretiva 2010/73/UE, que veio alterar a Diretiva 2003/71/CE, relativa ao prospeito a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, a designada Diretiva dos Prospeitos), de 50.000 euros para - 100.000.

Ainda no âmbito do conceito de comercialização, é de realçar a previsão expressa no art. 2.º, n.º 3, do Regulamento, a qual vem acolher formalmente um entendimento que a CMVM explanava já no preâmbulo do Regulamento da CMVM n.º 1/2009: «A prestação exclusiva do serviço de receção e transmissão ou execução de ordens relativas a PFC negociado em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral não fica sujeita ao disposto no presente regulamento, desde que o serviço seja comprovadamente prestado por iniciativa do cliente». Os elementos fulcrais que deverão estar verificados para que um intermediário financeiro possa beneficiar desta exceção, conforme a CMVM parece ter vindo a desenvolver em entendimentos casuísticos, serão três: (i) a natureza dos serviços prestados (serviços de receção e transmissão e execução de ordens, como serviços de investimento regulados, nos termos dos arts. 290.º ss. do Código dos Valores Mobiliários), (ii) a tomada de iniciativa, que deve ser exclusiva e «comprovadamente» pelo investidor, e (iii) a necessidade de o intermediário financeiro não levar a cabo qualquer atividade paralela que possa ser considerada, nos termos do Regulamento, comercialização, do(s) produto(s) em causa.

Esta exceção, contudo, ainda suscita dúvidas na sua aplicação prática, sobretudo quanto à disponibilização, por intermediários financeiros, de interfaces próprios (habitualmente, em sistema de *homebanking*) para acesso dos seus clientes à negociação em mercados regulamentados ou sistemas de negociação multilateral onde estejam admitidos, entre outros, produtos financeiros complexos. Configurar-se-á esta «disponibilização» uma postura «ativa» e, assim, uma forma de comercialização, ou «passiva» e, deste modo, isenta dos deveres aplicáveis? E a publicidade a este interface, será publicidade a produtos financeiros complexos? Estes são alguns aspetos sobre os quais a CMVM, embora já instada a comentar em casos concretos, ainda não produziu, à luz do novo Regulamento, decisões concretas suficientemente fundamentadas para se poder descortinar qual o seu entendimento inequívoco relativamente a estas matérias.

Por fim, um breve comentário sobre a figura da entidade comercializadora. Embora a CMVM não o esclareça no articulado do seu Regulamento n.º 2/2012 (como sucedia no anterior Regulamento, o que gerou a dúvida sobre quem seria de facto responsável por preparar o documento informativo), o comercializador será, por defeito, o sujeito responsável pelo cumprimento dos deveres de informação contidos no Regulamento, em especial o de preparar e de disponibilizar aos investidores o documento informativo (agora rebatizado de «Informações Fundamentais ao Investidor» ou apenas IFI, como já referido). Com efeito, conforme analisado brevemente pelo regulador no Relatório Final da Consulta Pública n.º 1/2012, será este aquele que estabelece a relação direta com os investidores pelo que os deveres de informação perante estes caberão ao comercializador. Em conformidade, ainda que a informação transmitida no IFI provenha do emitente, será a entidade comercializadora a responsável pelo seu conteúdo perante o mercado. Nesta medida, o emitente apenas será responsável (a) perante o comercializador, quando por acordo entre as partes este possua direito de regresso sobre o emitente por responsabilidade pela informação disponibilizada por este último e (b) perante o mercado, por prejuízos resultantes da falsidade ou incorreção de informação cuja proveniência lhe seja expressamente atribuída.

Breves notas sobre as novidades do regime do Regulamento da CMVM n.º 2/ 2012

Enfoque nos deveres de informação

Acreditamos que poderá passar despercebido, mas será curioso notar que o título do Regulamento da CMVM n.º 2/2012 não é o mesmo que o do Regulamento que veio substituir. Com efeito, enquanto que o Regulamento de 2009 se reportava à «Informação e Publicidade sobre Produtos Financeiros Complexos sujeitos à Supervisão da CMVM», o novo Regulamento trata dos «Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento». Materialmente, poder-se-á alegar, não houve alterações no que se refere ao propósito mas apenas à nomenclatura, pois os «documentos» ou «fases» essenciais de controlo regulatório se mantêm: a necessidade de disponibilizar aos investidores um documento informativo das características do produto financeiro complexo (IFI), com um conteúdo mínimo obrigatório, e a

aprovação prévia indispensável de todos os materiais publicitários relativos a este tipo de produtos. Trata-se, porém, de uma análise que não resiste a uma segunda vista pois, fiel aos princípios que ordenaram a estatuição de uma nova regulamentação, a CMVM vai agora indubitavelmente mais longe no elenco e concretização dos deveres pré e pós-contratuais dos emitentes e (sobretudo) dos comercializadores de produtos financeiros complexos.

Ainda que a sua concretização não esteja isenta de críticas - como de seguida abordaremos -, mais do que o aprofundamento do âmbito de aplicação já explorado *supra*, é este enfoque mais ordenado e detalhado que refletirá, em termos práticos, a prossecução pela CMVM dos objetivos por si delineados: maior transparência e maior qualidade na informação disponibilizada aos investidores relativamente a produtos financeiros complexos.

Informações Fundamentais ao Investidor

Cuidando agora de alguns destes deveres informativos, cabe debruçarmo-nos, antes de mais, sobre aquela que continua a ser a obrigação magna imposta aos comercializadores de produtos financeiros complexos em Portugal: a preparação e disponibilização de um documento informativo. Como referido antes, por forma a aproveitar a redefinição do prospeto simplificado operado pela Diretiva UCITS IV, o documento informativo de produtos financeiros complexos passou também a chamar-se de «Informações Fundamentais ao Investidor» ou apenas «IFI».

Diferentemente dos IFI dos organismos de investimento coletivo harmonizados (limitados a duas páginas, em regra, ou três, para fundos estruturados), o documento para os produtos financeiros complexos poderá ter até seis páginas de extensão, com uma letra que deverá ser legível. A exigência de legibilidade é especialmente importante quanto a determinados conteúdos do documento, como as advertências genéricas (aplicáveis a todos os IFI) e específicas (aplicáveis consoante os produtos) aos investidores.

Por sua vez, o próprio modelo e conteúdo mínimo de ambos os IFIs encontra-se rigorosamente definido legalmente. No que concerne o IFI de produtos financeiros complexos, será de destacar a obrigatoriedade de incluir determinados alertas gráficos, que de seguida analisaremos em maior detalhe, as referidas advertências genéricas e específicas bem

destacadas, a descrição das principais características do produto (incluindo as circunstâncias e a forma como se processa o reembolso ao investidor ou como este poderá sofrer perdas), os fatores de risco a ele associados, as comissões e encargos a suportar pelo investidor, entre outras informações.

Neste âmbito, o Regulamento contém ainda uma norma cujo racional é interessante mas cuja esta-tuição levanta, para já, mais dúvidas do que certezas. Referimo-nos ao «IFI genérico», assim designado por se referir não a um produto isolado mas a uma categoria de produtos financeiros complexos. Nos termos do n.º 6 do art. 6.º, este IFI apenas poderá ser produzido «quando a disponibilização de um IFI individual se mostre impossível ou desproporcionadamente onerosa, designadamente em virtude da utilização de suportes ou estratégias de comercialização em massa» dos produtos em causa. Esta norma visa, parece ser claro, abranger aqueles produtos emitidos e admitidos à negociação em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral numa base regular, como no caso português sucede com os warrants autónomos ou os certificados.

Ora, na verdade, também aqui o regulador se limitou a formalizar uma prática preexistente. Efetivamente, embora o Regulamento da CMVM n.º 1/2009 não o previsse, o conteúdo mínimo dos documentos informativos na prática já estava sujeito a adaptações quando se tratassem de documentos relativos a uma categoria de produtos, nomeadamente, de warrants autónomos e diversos tipos de certificados (exceto os de tipo *plain vanilla*). De todo o modo, uma vez que o regulador não cuidou de estabelecer exatamente quais as adaptações de conteúdo que poderiam ser feitas, nem previu a possibilidade de ajustes à própria formatação do IFI, a produção e análise de IFIs genéricos submetidos à apreciação da CMVM desde a entrada em vigor do atual Regulamento (em especial, desde abril, como se explica adiante), tem sofrido uma série de contratempes e encontrado obstáculos práticos concretos. Nomeadamente, a necessidade de descrever uma categoria de produtos, com todas as características e possibilidades de rendimento/vencimento dentro de uma mesma categoria, ao invés de apresentar apenas um produto, tem chocado não só com a necessidade de síntese e clareza da linguagem mas também com as limitações físicas, quanto à formatação e dimensão máxima do documento, impostas pelo regulador.

Para obviar a estes escolhos, terá sido intenção da CMVM complementar as poucas disposições legais sobre as matérias constantes do Regulamento com

as de uma Instrução ou até de uma Recomendação ou Circular suas, o que ainda estará por concluir. Em qualquer caso, se e enquanto tal não acontecer, será a prática de mercado, orientada pelo regulador, a ditar o conteúdo mínimo padrão que deverão ostentar os IFIs genéricos.

Uma palavra final sobre o IFI, para referir que a CMVM, manteve (e mal, a nosso ver), o processo «encapotado» de aprovação prévia dos documentos informativos que vinha já do Regulamento anterior. Ao estabelecer a obrigatoriedade de publicação do IFI no seu website antes de autorizar a sua distribuição aos investidores a que se destine, e mantendo a possibilidade de verificar a conformidade com os requisitos legais, a CMVM assegura um verdadeiro controlo de mérito do documento prévio à sua utilização. Repare-se que não se critica demasiadamente o facto de o regulador pretender manter a aprovação prévia destes documentos (embora suscite reservas quanto à legitimidade de introduzir obstáculos adicionais não contemplados por lei, em determinados produtos, e ainda pelo facto de constituir um entrave oneroso à dinamização do mercado). O que se critica é a falta de uniformização perante o regime da publicidade. Conforme ainda abordaremos brevemente neste excuro, a publicidade a produtos financeiros complexos manteve-se sujeita a um regime expresso de aprovação prévia o qual contempla, findo um determinado período, a possibilidade do deferimento tácito das peças publicitárias submetidas à apreciação do regulador. Infelizmente, este regime, transparente prático e eficiente não foi reproduzido nas regras de publicação dos IFI, o que faz com a sua preparação e disponibilização ao público possa tardar semanas ou até meses, como se verificou já na pendência do novo Regulamento.

Alerta gráfico

Outra novidade muito relevante trazida pelo novo Regulamento diz respeito à obrigatoriedade de incluir, em cada IFI ou peça publicitária, um alerta gráfico que traduza o risco de perdas inerente a cada produto. A Proposta de Regulamento previa a utilização de uma mão, de palma virada para a frente, como símbolo de advertência, acompanhada de um código numérico e de cores, numa escala de 1 a 5 - consoante a existência de rendimento ou capital garantido ou as várias possibilidades de perdas - sendo a cor verde e o número 1 destinados em geral, aos produtos com rendimento garantido a todo o tempo e a cor preta e o número 5 aos produtos que poderão acarretar perdas superiores ao capital investido.

Esta proposta viria a ser alvo de numerosas e apuradas críticas em sede da Consulta Pública n.º 1/2012.

Em primeiro lugar, a própria necessidade do alerta gráfico, quando o novo quadro regulamentar incrementava já a quantidade de advertências a fazer aos investidores.

Neste âmbito, não é possível deixar de, com o devido respeito, reprovar o facto de a CMVM ter escolhido como exemplos dois mercados que dificilmente podem ser considerados *benchmark* nestas matérias no contexto internacional (Dinamarca e Holanda), quando os reguladores alemão, inglês e francês, responsáveis por supervisionar os maiores mercados financeiros europeus, nunca impuseram até agora qualquer obrigação similar. Adicionalmente, cumpre mencionar que os exemplos legislativos tomados nem sequer estabelecem alertas gráficos como os propostos pela CMVM. No caso dinamarquês, a Ordem Executiva n.º 964 do Ministério dos Assuntos Económicos, de 30 de setembro de 2009, sobre a qualificação de risco de produtos de investimento, refere-se a todos os produtos de investimento (não apenas os complexos) e não prevê a inclusão de um alerta gráfico *per se* em documentos ou publicidade. Com efeito, este dispositivo legal limita-se a impor a qualificação dos produtos de investimento de acordo com a sua complexidade e risco, incluindo o risco de crédito do emitente, numa classificação de verde (menos risco), amarelo (médio) e vermelho (mais risco). Por sua vez, o regulador da Holanda, a *Autoriteit Financiële Markten* impõe efetivamente, a inclusão de um alerta gráfico (variando de acordo com o «GUISE» - acrónimo flamengo para «retorno médio em caso de contingências desfavoráveis», calculado de acordo com uma fórmula específica - de cada produto). No entanto, também aqui os modelos de alertas são bastante mais simples e compreensíveis do que os propostos pela CMVM.

Em segundo lugar, o símbolo utilizado (a mão), sob o pretexto de desencorajar o investimento, mais do que alertar para os riscos, e o próprio código de cores (sobretudo, a utilização do preto), por não refletirem devidamente os riscos associados, foram igualmente alvos de críticas pela vasta maioria dos consulentes.

Por estes motivos, a CMVM, mantendo o alerta gráfico, decidiu rever o símbolo utilizado, o qual passou a ser um ponto de exclamação, e reformular os códigos numérico e de cores. Do verde ao vermelho (de 1 a 4), o número / cor reflete a existência

de capital garantido, ainda que com imobilização de capital (verde, se o emitente ou o garante for instituição sujeita a supervisão prudencial por autoridade regulatória dentro do espaço da União Europeia, amarelo em caso contrário ou se o produto acarretar uma perda máxima de até 10% do capital investido, cor de laranja, para produtos cuja perda possa ser superior a 10% mas inferior a 100% do capital investido, e vermelho, quando haja possibilidade de acumular perdas iguais ou superiores a 100% do capital investido).

Para assegurar uma total uniformização entre documentos e produtos, o alerta gráfico deverá ser incluído no IFI de acordo com dimensões e formatação (tipo de letra e cor) expressamente impostos no Regulamento.

Deveres informativos contratuais e pós-contratuais

Como referíamos, através do novo Regulamento, para além da imposição de preparar e divulgar o IFI (a disponibilizar numa fase ainda pré-contratual), a CMVM introduziu um conjunto específico de deveres informativos a cumprir em diversos momentos: contratual, limitando o conteúdo do boletim ou documento de subscrição dos produtos e impedindo a possibilidade de utilização deste ou doutro documento para restringir o alcance do IFI; e pós-contratual, impondo ao comercializador, e nalguns casos, ao emitente, a prestação de determinada informação à CMVM, ao mercado e aos investidores individualmente.

À CMVM, a entidade comercializadora deverá comunicar, entre outros, a alteração de quaisquer elementos ou características do produto. Caso estas alterações sejam consideradas significativas pela CMVM, ou imponham um aumento das comissões a suportar pelos investidores, deverão as mesmas ser-lhes comunicadas individualmente. Na Proposta de Regulamento, o regulador propunha ainda que, neste caso, fosse concedido ao investidor um direito de resgate do produto, ponto muito controverso, sem paralelo na oferta de quaisquer produtos, e que viria a ser abandonado na versão final publicada do Regulamento da CMVM n.º 2/2012. De forma contínua, os investidores deverão ainda receber extratos trimestrais (pelo menos) com a evolução de preços e fluxos financeiros associados ao produto subscrito. Por último, quando se justificar, deverão ser feitas comunicações diretamente ao mercado, através do sistema de difusão de informação da CMVM, sobre alterações ao produto,

substituição de emitente ou comercializador, suspensão da comercialização, liquidação de produtos de duração indeterminada, entre outros.

Publicidade

No âmbito das regras aplicáveis à publicidade a produtos financeiros complexos, mantem-se, conforme resultava já do quadro regulamentar anterior, o mecanismo de aprovação prévia de qualquer material publicitário. Naturalmente, os requisitos de coincidência com o conteúdo do respetivo IFI - quando haja - são agora mais apertados. Eventualmente como forma de «compensação», a CMVM reduziu o prazo de aprovação e deferimento tácito de dez dias úteis (como constava do Regulamento de 2009 e da Proposta de Regulamento) para sete dias úteis, segundo o disposto agora no art. 23.º do Regulamento.

Plataformas de negociação eletrónica

Uma outra realidade que a CMVM transportou da prática para o novo Regulamento diz respeito às plataformas de negociação eletrónica as quais encontram-se agora definidas como «qualquer sistema eletrónico que permite a investidores transacionar diretamente produtos financeiros complexos, designadamente mediante acesso via Internet». Trata-se de uma definição que não constava da Proposta de Regulamento e apenas foi introduzida na versão final do Regulamento da CMVM n.º 2/2012 por sugestão de diversos consulentes.

Também o enfoque do artigo que regula estas plataformas foi alterado após a Consulta Pública n.º 1/2012. Com efeito, inicialmente a CMVM propugnava o estabelecimento de determinadas normas relativas à informação a publicar na própria plataforma. No Regulamento em si, e de forma mais consentânea com os objetivos da CMVM e até com a própria inserção sistemática do artigo em causa, está agora regulado o teor da publicidade a estes sistemas. Neste âmbito, entre regras sobre a formação e legibilidade das necessárias advertências, o regulador expressa ainda a necessidade de evitar uma «utilização inadequada, excessiva ou inapropriada [destas] advertências», de forma a evitar «a sua banalização, bem como o recurso a meios não estáticos ou fugazes que não permitam ou não garantam a apresentação adequada das advertências».

Uma das questões práticas que se têm colocado quanto às plataformas de negociação eletrónica e

que, em certa medida, também se põe quanto à divulgação de peças publicitárias sobre produtos financeiros complexos - diz respeito à necessidade ou não de produzir um IFI para cada plataforma de negociação eletrónica. O Regulamento não é inteiramente esclarecedor sobre este assunto, sendo a única referência relevante a que é feita no n.º 1 do art. 23.º, onde se estabelece que (em geral) a publicidade de um produto financeiro complexo se deve conformar ao conteúdo do respetivo IFI. Até ao momento, a CMVM, quando instada a pronunciar-se sobre esta dúvida em casos concretos, não foi suficientemente taxativa.

Entrada em vigor

O Regulamento da CMVM n.º 2/2012 entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2013, tendo sido concedido um prazo de quatro meses (i.e., até ao final de abril) para adaptação dos esforços de comercialização em curso aos novos ditames. Contudo, tendo em consideração as dúvidas que a versão final do Regulamento gerou, e as dificuldades sentidas pelo próprio CIF na análise dos IFIs - em especial os genéricos - entretanto submetidos para (validação e) publicação, a CMVM tem demonstrado bastante abertura e, na prática, estendido até agora este período transitório, dando mais tempo aos agentes (emitentes e comercializadores) para adaptarem os documentos preparados na pendência do Regulamento anterior.

Pistas e desígnios para o futuro

Estamos crenes que o grande desafio para o futuro na área dos produtos financeiros complexos ou PRIPs será o da harmonização europeia.

É inegável que o atual panorama caracterizado por um *patchwork* regulatório a nível europeu faz aumentar os custos inerentes para os operadores e investidores neste mercado e potencialmente encoraja a arbitragem regulatória, incentivando a escolha de estruturas que permitam tirar vantagem de requisitos menos exigentes.

Com efeito, relativamente a PRIPs não cobertos pela Diretiva UCITS IV, a atuação a nível nacional de cada jurisdição pertencente ao espaço europeu é para já necessariamente descoordenada, pelo que poderá conduzir a ainda maiores diferenças de abordagem entre os vários setores e Estados Membros da União Europeia e setores se não exis-

tir uma coordenação e harmonização a nível comunitário.

Uma abordagem a nível comunitário apresenta, nesta matéria, garantias de consistência difíceis de alcançar através das legislações nacionais de cada Estado Membro, o que é crucial para permitir alcançar os resultados necessários no tocante à comparabilidade de produtos. No entanto, o facto de apenas ser esperada uma proposta de regulamento comunitário no final de 2014 torna úteis e necessárias as iniciativas de carácter nacional, como aquela em que se insere o Regulamento da CMVM n.º 2/2012. Atendendo, porém, à esperada harmonização comunitária neste domínio, este regime apresenta necessariamente, nessa perspetiva, um certo cariz transitório, sendo expectável que a respetiva revisão venha a ocorrer para cumprir os desígnios de harmonização com o *Key Investor Document* (KID) aquando da sua consagração para os PRIIPS.

Como sucede habitualmente neste tipo de processos, antecipa-se para essa altura o surgimento, pelo menos durante um determinado período transitório, de várias dúvidas interpretativas de coordenação de regimes, na medida em que o instrumento comunitário cuja proposta se encontra atualmente em discussão - um Regulamento europeu - terá aplicação direta nos Estados Membros. Entre outras questões, como as atinentes, por exemplo, à questão da responsabilidade pela produção e conteúdo do documento, coloca-se legitimamente a dúvida sobre se se exigirá, então, aos operadores de mercado que produzam dois documentos, de natureza substancialmente semelhante, mas não inteiramente correspondente - um IFI e um KID. Estas e outras questões serão, certamente, um bom mote para uma renovada incursão sobre estes temas.

CATARINA GONÇALVES DE OLIVEIRA
e MANUEL CORDEIRO FERREIRA*

* Advogados do Departamento de Direito Comercial da Uría Menéndez - Proença de Carvalho (Lisboa).