

ARTÍCULOS

NOTAS PRÉVIAS À TRANSPOSIÇÃO DA DMIF II

ANA SÁ COUTO y INÊS DIAS LOPES
Advogadas*

Notas prévias à transposição da DMIF II

A ausência de resposta da DMIF à evolução dos mercados de capitais, num contexto de crise financeira e de permanente avanço tecnológico, impediram a concretização dos seus objetivos relacionados com uma apropriada divulgação de informação aos investidores e com o controlo equilibrado da conduta dos intermediários financeiros, tornando necessária a sua atualização, que veio a ser consagrada na DMIF II, aprovada 10 anos depois. Portugal insere-se na minoria de estados-membros da União Europeia cujos reguladores colocaram já em consultas públicas o anteprojeto de transposição da DMIF II, que deverá entrar em vigor em janeiro de 2018.

Preliminary Remarks to the Implementation of MiFID II

The absence of a response from the MiFID to the evolution of the capital markets, in the context of the financial crisis and continuous advances in technology, has prevented the fulfilment of its objectives related with the appropriate disclosure of information to investors and the balanced control of the conduct of financial intermediaries. This has resulted in the need for an update, which has been approved 10 years later through MiFID II. Portugal is among the few EU member states whose regulators have submitted the draft law implementing MiFID II to public consultation. The new legislation is expected to come into force in the summer of 2017.

PALABRAS CLAVE

DMIF II, Product governance, Formas organizadas de negociação, PME.

KEY WORDS

MiFID II, Product governance, Organized trading facilities, SME.

Fecha de recepción: 30-1-2017

Fecha de aceptación: 15-2-2017

“Securities regulation does not exist for its own sake, but rather for the purposes of achieving certain goals, the most important of which is investor confidence.”¹

1 · INTRODUÇÃO

As entidades prestadoras de serviços financeiros ou executantes de atividades de investimento, em particular as estruturas de negociação (incluindo os mercados regulamentados) têm sido objeto de uma cada vez mais intensa e abrangente regulamentação ao nível da União Europeia, nomeadamente como reação à atual crise financeira².

A Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros³ (doravante, “DMIF”), aprovada em abril de 2004, constituiu o primeiro marco da intensificação do processo de harmonização dos mercados de capitais europeus no século XXI. Com cerca de uma década de vigência e com objetivos de melhoria da transparência e da eficiência nos mercados, a DMIF deixou a sua marca nos mercados de capitais dos estados-membros. No entanto, fruto nomeadamente da evolução tecnológica e de carências de proteção dos investidores entretanto reveladas na pendência da crise financeira surgida em 2007, impôs-se uma

* Counsel e Estagiária del Área de Mercantil de Uría Menéndez Proença de Carvalho (Lisboa).

¹ KARMELO, Roberta S., *Self-Regulation and the future of Securities Law*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. X, 1.ª edição, Coimbra Editora, 2011, p. 568.

² TAVARES, Carlos, *A crise financeira: Aprendemos as Lições?*, outubro 2016, Working Paper CMVM n.º 3/2006, p.37.

³ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. O pacote DMIF era ainda composto pelo Regulamento (CE) n.º 1278(2006 da Comissão, de segundo nível, de 10 de agosto de 2006, pela Diretiva n.º 2006/73/CE, de segundo nível, de 10 de agosto de 2006 e pela Diretiva n.º 2007/44/CE, de 5 de setembro, que alterou a Diretiva de primeiro nível. Adicionalmente, a DMIF foi alvo de diversas alterações ao longo da sua vigência. O elenco de tais alterações encontra-se vertido no Anexo III, Parte A da DMIF II.

nova atualização da regulação europeia no quadro de concretização do mercado único para os serviços financeiros. É neste contexto que, revogando a DMIF, surge em maio de 2014 uma nova Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros⁴ (dora-vante, “DMIF II”). O prazo de transposição da DMIF II pelos estados-membros para a legislação nacional foi fixado para 3 de julho de 2017⁵. O Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros (dora-vante, “RMIF”) que, sendo um diploma diretamente aplicável deverá entrar em vigor na mesma data da diretiva, assim como a legislação de Nível 2 que os concretizam, integram o designado “Pacote DMIF II”⁶. Enquanto preparávamos este trabalho, foi submetido a consulta pública pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros o anteprojeto de diploma de transposição da DMIF II e do RMIF para o ordenamento jurídico português (“Anteprojeto de Transposição”)⁷. Nesse sentido, com a ressalva de tratar-se (ainda) de um documento sujeito a alterações, o anteprojeto tem a virtude de antecipar para o concreto caso nacional algumas das modificações consagradas no referido quadro normativo.

Após um breve balanço sobre o impacto da DMIF nos mercados de capitais a que aludiremos no próximo capítulo, o presente artigo tem em vista assinalar algumas das principais alterações introduzidas pela DMIF II com o propósito de suprir as insuficiências do diploma que a antecede, tendo por referência as soluções apresentadas para o mercado português no Anteprojeto de Transposição.

2 · BALANÇO DA DMIF

2.1 · Contextualização

A entrada em vigor da DMIF em novembro de 2007 resultou do impulso regulatório do legislador

europeu no âmbito do Plano de Ação para os Serviços Financeiros⁸, que determinou objetivos e medidas específicos para a concretização do horizonte europeu de um mercado único, eficiente e otimizado, para os serviços financeiros.

Ainda antes do referido Plano de Ação, o legislador europeu deu os primeiros passos no sentido da harmonização dos mercados de capitais através da aprovação da Diretiva relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários⁹ (dora-vante, “DSI”) que estabeleceu, limitados a instrumentos de capital¹⁰: i) o reconhecimento mútuo das autorizações e dos sistemas de controlo prudencial (“passaporte europeu”) para que as empresas de investimento exerçam em toda União a totalidade ou parte das atividades compreendidas na autorização concedida no seu estado-membro de origem; e ii) a possibilidade de as mesmas empresas de investimento prestarem serviços de investimento transfronteiriços, estabelecendo sucursais no país de acolhimento pretendido¹¹.

A teleologia subjacente à DSI resultou na consagração de corolários das liberdades de estabelecimento e de prestação de serviços no setor das empresas de investimento, realizando-se «*apenas a harmonização essencial, necessária e suficiente*»¹². A DMIF alterou esta perspetiva de regulação *de minimis*, equilibrando as referidas liberdades com a proteção dos destinatários do exercício das mesmas. Nesse sentido, com um maior grau de profundidade e com um âmbito de aplicação mais abrangente relativamente à sua antecessora, a DMIF constitui a primeira fonte de direito da União Europeia que estabelece um regime regulamentar completo aplicável à realização de transações em instrumentos financeiros, introduzindo mudanças essenciais para a construção de um mercado único com um foco especial na proteção dos investidores que lidam com «*um leque de serviços e instrumentos financeiros cada vez mais amplo e complexo*»¹³.

A DMIF conferiu, assim, maior eficácia e concretização ao “passaporte europeu”, a par do desenvolvimento dos requisitos em matéria de gestão e de

⁴ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. Criticando a morosidade do processo legislativo europeu, cf. TAVARES, Carlos, *A crise financeira...* p. 37.

⁵ A data de 3 de julho de 2016 constituía o prazo originário para a transposição do diploma (artigo 93.º da DMIF II). No entanto, fruto das dificuldades técnicas inerentes à transposição, o Comitê dos Representantes Permanentes, em nome do Conselho da União Europeia, aprovou em maio de 2016 a prorrogação deste prazo por mais um ano. Cf. Comunicado de Imprensa do Conselho da União Europeia n.º 255/16, de 18 de maio.

⁶ O conjunto de diplomas normativos que compõem o Pacote DMIF II pode ser consultado em http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm

⁷ A consulta pública decorreu até 9 de fevereiro de 2017. Vide capítulo 2.2 *infra*.

⁸ *Financial Services Action Plan*. Cf. Comunicação da Comissão Europeia CM(1999)232, 11.05.99.

⁹ Diretiva 93/22/CE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.

¹⁰ «Ações ou valores equivalentes a ações», cf. considerando 11 da DSI.

¹¹ Considerandos 3, 6 e 11 da DSI.

¹² Considerando 2 da DSI.

¹³ Considerando 2 da DMIF.

organização interna e de conduta aplicáveis aos intermediários financeiros, e do estabelecimento de uma série de obrigações relacionadas com a prestação e conservação de informações relativas à negociação de instrumentos financeiros. Adicionalmente, a DMIF consagrou o reconhecimento de novas estruturas de negociação, desconstruindo a ideologia subjacente¹⁴ ao (até então) monopólio de facto dos mercados regulamentados, atualizou o elenco dos instrumentos financeiros e dos serviços e atividades de investimento, ao mesmo tempo que propugnou o reforço dos poderes de supervisão das autoridades competentes e o incremento do nível de cooperação entre as autoridades nacionais e as autoridades europeias. Em Portugal, a transposição da DMIF resultou em várias alterações legislativas, nomeadamente ao nível do Código dos Valores Mobiliários (doravante, “Cód.VM”)¹⁵.

2.2 · Impacto da DMIF no mercado de capitais

A expectativa em torno do impacto positivo da DMIF nos mercados era (legitimamente) elevada. Tratou-se de uma reforma profunda dos sistemas de regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários, com vista à criação de um mercado “mais eficiente e mais justo”, *ultimae* uma forma adequada de defender os investidores e, com eles, o mercado.

Contudo, e apesar dos progressos alcançados, a verdade é que os resultados da reforma introduzida pela DMIF ficaram aquém do desejado. Inevitavelmente, o impacto efectivo da DMIF nos mercados de capitais dos estados-membros não foi imune à influência de outros fatores na transformação dos mercados, entre eles a contínua evolução tecnológica e a volatilidade gerada pela crise económico-financeira iniciada em 2007 e cujo desfecho ainda se ignora¹⁶.

A consagração dos sistemas de negociação multilateral (doravante, “SNM”)¹⁷ – titulares do “passapor-

te europeu” – e da internalização sistemática¹⁸, como novas formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros¹⁹ contribuiu, por um lado, para a fragmentação das transações no mercado de capitais, que, apesar da redução da sua dimensão média, aumentaram significativamente em termos quantitativos²⁰. De facto, o surgimento de novas estruturas de negociação com um menor grau de regulamentação relativamente aos mercados regulamentados conduziu a uma progressiva (e significativa) diminuição da quota de transações dos últimos, assistindo-se a uma migração de operações sobretudo para os SNM. Em Portugal, a partir de 2008, assistiu-se a um aumento da relevância dos SNM face às bolsas de valores²¹, que atingiram no auge da sua atividade em Portugal, em 2011, um valor de ordens executadas correspondentes a 1,2% do total executado na Euronext Lisbon²².

Para além das fusões e parcerias estabelecidas entre mercados regulamentados, a concorrência das novas estruturas de negociação resultou numa corrida ao investimento em desenvolvimento tecnológico. Expandiu-se a gama de serviços oferecida²³ e conceberam-se novos modelos de negociação, em resposta à elevada pressão para a cada vez maior rapidez de execução de transações financeiras, como a negociação algorítmica, a *co-location*²⁴ e o *sponsored access*²⁵.

de investimento ou por um operador de mercado. Cf. Artigo 4.º, n.º1, 15) DMIF.

18 Também conhecida por *in-house matching*, esta forma organizada de negociação consiste «na execução de ordens através da entrega de valores ou da aquisição a expensas da carteira própria do intermediário (...) a ordem não chega a ser confrontada com diversas alternativas de contraparte – como é próprio de um mercado-, sendo antes objeto de execução em circuito fechado», cf. CÂMARA, Paulo, *Direito dos...* p.494.

19 Artigo 198.º, n.º 1 Cód.VM.

20 CESR, *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, Report, CESR/09-355,10 de junho de 2009, pp. 4-7.

21 «Destaca-se sobretudo o registo da sociedade gestora de sistemas e negociação multilateral OPEX, na sequência da evolução do então mercado não regulamentado PEX, por aquela gerido, para sistema de negociação multilateral», Comissão dos Valores Mobiliários, *Relatório Anual 2008 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários*, p. 165.

22 CMVM, *Relatório Anual 2011 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários*, p. 140.

23 P. ex., os SNM introduziram as *block trades*, que se traduzem em ordens de investimento relativas à compra ou venda de blocos de valores mobiliários a um preço de referência. Assistiu-se, ainda, à aposta nos serviços pós-investimento, através de parcerias com contrapartes centrais. Cf. CESR, *Impact of...* pp. 12-13.

24 Respetivamente, a negociação automática baseada na utilização de algoritmos e a localização física mais próxima do servidor do mercado para que as ofertas sejam executadas alguns microssegundos mais cedo. Cf. CÂMARA, Paulo, *Direito dos...* p.491.

25 Prática, desenvolvida pelos sistemas de negociação multilateral, de concessão aos clientes de acesso direto aos seus livros de ordens (*order books*).

14 Vigorava a convicção de que a concentração da negociação nos mercados regulamentados fomentava a concentração de liquidez e, por conseguinte, a eficiência dos mecanismos de formação de preços. Cf. CÂMARA, Paulo, *Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª edição, Almedina, 2016, p. 488.

15 Sobre o tema, cf. BORGES, Sofia Leite / OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de, *A Transposição em Portugal da DMIF e da Diretiva da Transparência*, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º19, 2008, pp. 25-40.

16 CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, 5.ª Edição, 2015, Almedina, p.131 et seq.; TAVARES, Carlos, *A crise financeira...*

17 Sistema ou dispositivo no qual múltiplos interesses de negociação de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros podem interagir, operado por uma empresa

A pressão concorrencial e o desenvolvimento tecnológico contribuíram positivamente para a redução dos custos diretos para os investidores (comissões). No entanto, a fragmentação de intermediários e, conseqüentemente, da informação (pré e pós negociação) disponível, levou ao aumento dos custos de descoberta do preço e de leitura global do mercado pelo investidor que, associados à volatilidade do mercado durante o período de implementação da DMIF, resultam num incremento dos custos indiretos para os investidores. Paralelamente, os intermediários passaram a suportar custos de *compliance* mais elevados e outros relacionados com a necessidade de interligação com um maior número de contrapartes centrais²⁶.

3 · DMIF II

3.1 · Motivações subjacentes

A ausência de resposta da DMIF à evolução dos mercados de capitais, num contexto de crise financeira e de avanço tecnológico, deveu-se, por um lado, à sua inaplicabilidade a um conjunto muito relevante de estruturas de negociação e de intermediários e, por outro, às deficiências de origem da DMIF posteriormente identificadas, que viriam a impedir a concretização de objetivos relacionados com uma apropriada divulgação de informação aos investidores e com o controlo equilibrado da conduta dos intermediários financeiros.

Um dos motes para a elaboração da DMIF II residia na existência de diversas plataformas informais de negociação que não se enquadram na definição de SNM, e que, por isso, não estão obrigadas a disponibilizar informações sobre os negócios nelas realizados²⁷. Paralelamente, as deficiências e abusos verificados no mercado de instrumentos financeiros, nomeadamente a conduta incorreta, o abuso de exceções e a assunção imprudente de riscos pelos intermediários e empresas determinaram a necessidade de alargamento do âmbito de aplicação do regime europeu dos mercados de instrumentos financeiros.

Adicionalmente, o surgimento de novos mecanismos de negociação, de novos serviços e produtos, motivados pela concorrência e pela inovação tecno-

lógica antes referidas, assim como a crescente importância de determinados agentes, incluindo *inter alia* as contrapartes centrais, reforçaram a necessidade de atualização da DMIF.

E, finalmente, as deficiências da DMIF no que se refere à consolidação e divulgação de informação pré e pós-negociação. Não só a utilização intensiva, por parte de intermediários financeiros, das exceções à divulgação *pre-trade* consagradas pela DMIF, como uma diminuição da qualidade da informação pós-negociação fruto da fragmentação e do aumento do número de entidades sujeitas a deveres informativos. Com efeito, no âmbito da DMIF, tais deveres vinculavam apenas os mercados regulamentados, com meios mais sofisticados de divulgação e de monitorização da qualidade da informação disponibilizada. A esta tendência de degradação informativa acresce a aparente inadequação do sistema atual de registo e de categorização de transações²⁸.

3.2 · Processo de transposição

Portugal insere-se na minoria de estados-membros cujos reguladores já emitiram consultas públicas relativamente à transposição da DMIF II²⁹. Nos primeiros dias de fevereiro de 2017, apenas se verifica, para além do Anteprojeto de Transposição nacional, a publicação de propostas legislativas pelo Ministério Federal das Finanças da Alemanha e pelo Ministério das Finanças dos Países Baixos³⁰.

Nesta atualização do pacote legislativo dos mercados de instrumentos financeiros, o legislador europeu optou pela regulação de determinadas matérias através do RMIF, cuja aplicação direta resultará na subtração de alguns temas do Cód.VM, desde logo: i) o dever de reporte de transações³¹; ii) a divulgação de informação pré e pós negociação relativa-

²⁸ CESR, *Impact of...* pp. 23-30.

²⁹ O Anteprojeto de Transposição propõe alterar o Cód.VM, o Regime Jurídico das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (doravante, "RGICSF"), o Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de outubro, o Decreto-Lei n.º 357-B/2007, de 31 de outubro e o Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho; adicionalmente, este anteprojeto contempla a estipulação em diploma legislativo autónomo do regime jurídico aplicável à criação, comercialização e prestação de serviços de consultoria relativamente a depósitos estruturados.

³⁰ A 29 de setembro e a 24 de outubro de 2016, respetivamente. Com referência a 30 de janeiro de 2017, emitiram consultas públicas, envolvendo questões pontuais ou a apresentação de anteprojetos de transposição, os seguintes estados-membros: Alemanha, Bélgica, França, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal e Reino Unido.

³¹ Artigos 20, n.º1, 21.º, n.º1 e 26.º, n.º2 RMIF.

²⁶ CESR, *Impact of...* pp. 17-19.

²⁷ *Dark pools of liquidity* ou *quoting venues*. O Cód.VM prevê outras formas organizadas de negociação no seu artigo 198.º. Cf. CÂMARA, Paulo, *Direito dos...* p. 490.

mente a ofertas e transações de ações em mercado regulamentado³²; e *iii*) o regime aplicável a internalizadores sistemáticos³³.

3.3 · Elenco das principais alterações

O Pacote DMIF II, incorporado no Anteprojeto de Transposição³⁴, alarga o seu âmbito de aplicação a novos produtos, serviços e entidades, reforça os deveres que impendem sobre os intermediários financeiros, e reconhece novos mecanismos e formas de negociação.

Verifica-se, desde logo, um alargamento de deveres de transparência a instrumentos similares a ações e instrumentos não representativos de capital, negociados em mercado regulamentado ou noutra plataforma de negociação, e a operações executadas em mercado de balcão (OTC) sobre estes tipos de instrumentos financeiros³⁵. Paralelamente, atualizam-se os elencos de instrumentos financeiros, serviços e atividades de investimento³⁶. Adicionalmente, é reconhecida uma nova estrutura de negociação – o sistema de negociação organizada (“OTF”³⁷) –, os sistemas de negociação multilateral de pequenas e médias empresas (“PME”) em crescimento e são introduzidos novos critérios e limites aos SNM e aos internalizadores sistemáticos³⁸.

Ao lado do alargamento das exigências de comunicação aquando do recurso a agentes vinculados pelas empresas de investimento, surge como importante inovação a possibilidade de recurso aos mesmos por instituições de crédito. No âmbito da consultoria para investimento, é introduzida a distinção entre consultoria para investimento independente e não independente, sendo consagrado um regime mais rigoroso e exigente para a primeira³⁹.

No plano organizacional dos intermediários financeiros, destaca-se ainda o reforço dos deveres relativos à salvaguarda de bens de clientes, a introdução do dever de adoção de política e procedimentos

internos de aprovação de produção e distribuição de instrumentos financeiros (*product governance*), bem como de regras que visam a prevenção de conflitos de interesses estabelecendo condições à remuneração de colaboradores⁴⁰.

No quadro da intensificação dos deveres de conduta destes agentes do mercado, reforçam-se as limitações ao recebimento de benefícios ilegítimos (*inducements*) pelos intermediários financeiros, o dever de *best execution* e o regime de avaliação da adequação das operações em determinados serviços de investimento, sendo ainda introduzidas novas exigências formais quanto ao registo de ordens de clientes⁴¹.

Como novidade e procurando acompanhar as consequências do desenvolvimento tecnológico e da concorrência, assegurando o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados, é introduzida a regulação da localização partilhada (*co-location*) e das novas formas de negociação: negociação algorítmica, negociação de alta frequência e acesso eletrónico direto⁴². Passam também a ser sujeitas a autorização e supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante, “CMVM”) as entidades gestoras de sistemas de publicação autorizados (APA), de sistemas de prestação de informação consolidada (CTP) e de sistemas de reporte autorizados (ARM), passando a prestação de serviços de comunicação de dados de informação a constituir uma atividade regulada⁴³.

Os depósitos estruturados são objeto de regulamentação em diploma autónomo impondo aos intermediários financeiros, nomeadamente, o dever de avaliação a adequação do produto, regras de *product governance* e o desenvolvimento de regras em matéria de conflitos de interesses, de remuneração, avaliação e idoneidade dos colaboradores e de registo e arquivo das operações relacionadas com este produto⁴⁴.

Finalmente, o Pacote DMIF II contempla o reforço dos poderes de supervisão e sancionatórios dos reguladores nacionais e a intensificação da sua colaboração com as entidades de regulação e supervisão comunitárias.

32 Artigos 3.º a 7.º RMIF.

33 Artigos 14.º a 17.º RMIF.

34 Os artigos do Cód.VM e do RGICSF referidos neste e nos próximos capítulos têm por referência o articulado dos diplomas visados que constam do Anteprojeto de Transposição.

35 Artigos 3.º a 11.º e 20.º a 21.º RMIF.

36 Artigos 2.º e 290.º, n.º1 Cód.VM, respetivamente.

37 Abreviatura de «*Organised Trading Facilities*», utilizada na DMIF II e no anteprojeto de transposição

38 Respetivamente, artigos 198.º, 200.º-A, 209.º-A, 201.º-A, 200.º e 201.º Cód.VM.

39 Artigos 294.º, 294.º-B e 301.º, n.º7 Cód.VM.

40 Artigos 306.º a 306.º-D, 309.º-D a 309.º-I e 309.º-C Cód.VM, respetivamente.

41 Respetivamente, artigos 330.º a 333.º, 313.º a 313.º-C, 314.º a 314.º-D, 327.º e 328.º Cód.VM.

42 Respetivamente, artigos 209.º, n.º 6 e 317.º-E a 317.º-J Cód.VM.

43 Artigos 48.º-A a 48.º-I do Decreto-Lei n.º 357-C/2007.

44 A regular em sede do novo diploma legislativo relativo aos depósitos estruturados proposto no Anteprojeto de Transposição.

A extensão das alterações previstas no Anteprojeto de Transposição antecipa a necessária brevidade da análise do novo regime proposto sobre o qual versarão os capítulos seguintes. Por um lado, a referida análise ficará limitada a alguns dos principais domínios da abrangente regulação do Pacote DMIF II, a saber: i) a constituição de sucursais de empresas de investimento com sede em países terceiros; ii) os novos requisitos de *product governance*; iii) a consultoria para investimento independente; iv) as inovações introduzidas no âmbito das formas organizadas de negociação; e v) a regulação da negociação algorítmica, da negociação de alta frequência e do acesso eletrónico direto. Relativamente a cada tema, por sua vez, trataremos de destacar aqueles aspetos que, de um ponto de vista prático, nos parecem assumir especial relevância para os agentes do mercado.

4 · SUCURSAIS DE EMPRESAS DE INVESTIMENTO COM SEDE EM PAÍSES TERCEIROS

Uma das novidades consagradas no Anteprojeto de Transposição da DMIF II, que resultará na introdução de um novo capítulo no Título X-A do RGICSF, vem permitir às empresas de investimento de países terceiros o estabelecimento de uma sucursal em Portugal para a prestação de serviços ou o exercício de atividades de investimento, em conjunto com ou sem a oferta de serviços auxiliares a investidores profissionais ou não profissionais na aceção do Cód.VM.

O estabelecimento destas sucursais estará dependente de autorização do Banco de Portugal, a conceder ou recusar no prazo de seis meses contados da instrução do pedido apresentado pela empresa requerente, sujeito ao parecer prévio da CMVM a emitir no prazo de um mês.

Além do cumprimento dos requisitos aplicáveis às sucursais de empresas de investimento com sede num estado-membro, o estabelecimento das sucursais de empresas de investimento de países terceiros exigirá a verificação de um conjunto de condições cumulativas de natureza prudencial destinadas a assegurar a adequada organização e supervisão da atividade da sucursal, a par da proteção dos investidores que com elas contratam. Entre essas condições, destaca-se a necessária existência de acordo de cooperação entre as autoridades de supervisão portuguesas e as suas congéneres do país de origem da empresa de investimento.

Por último, refira-se a equiparação de regimes entre as sucursais de empresas de investimento com sede em países terceiros e as sucursais de instituições de crédito com idêntica origem, por identidade de razão quanto às exigências de disciplina do exercício e de supervisão que devem reger a sua atividade.

5 · PRODUCT GOVERNANCE

O estabelecimento de regras de organização e conduta dos intermediários financeiros é indissociável da proteção dos investidores. Proteção, como justamente aponta PEREIRA, J. Nunes «(...) - entenda-se - no quadro de um sistema financeiro assente na iniciativa privada e na livre concorrência, embora adequadamente regulado (...)»; da qual «a nossa codificação mobiliária constitui o veículo para a adoção clara e decidida da adequada estratégia normativa.»⁴⁵.

Neste contexto, a exigência de uma disciplina legal que regule, entre outros aspectos, a organização e conduta dos intermediários financeiros, antecedeu inclusive os trabalhos preparatórios da DSI. Já na vigência do Cód.VM e por ocasião da transposição da DMIF para o direito português, a matéria mereceu especial atenção no Decreto-Lei n.º 357-A/20015, de 31 de outubro⁴⁶. Entre outros aspectos, os intermediários financeiros foram obrigados à elaboração e aplicação de um conjunto de políticas disciplinadoras da sua organização interna e da sua conduta, das quais deve ser dado conhecimento aos investidores com os quais se relacionem e cujos interesses devem priorizar na sua atuação⁴⁷. A DMIF II vem reforçar essas exigências, no sentido de colmatar algumas das deficiências apontadas à DMIF no que respeita à organização e funcionamento dos intermediários financeiros envolvidos na produção (incluindo, emissão, concepção, criação ou desenvolvimento) e distribuição (incluindo, oferta, recomendação ou comercialização junto de clientes, em mercado primário ou secundário) de instrumentos financeiros.

45 PEREIRA, J. Nunes, *Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, p. 290.

46 Sobre a tensão entre a ordem jurídica nacional e o direito comunitário, cf. PEREIRA, J. Nunes, ob. citada, p. 311.

47 TAVARES, Carlos, *O Código dos Valores Mobiliários após a transposição da Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF)*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. IX, Coimbra Editora, 2009, p. 215.

No quadro do Anteprojeto de Transposição, os deveres de *product governance* estão estabelecidos nos novos artigos 309.º-D a 309.º-I do Cód.VM, cuja aplicação não se sobrepõe, antes acresce, às exigências de avaliação do carácter adequado das operações (*suitability*) previstas nos artigos 314.º *et seq* do citado Código. No caso português, este reforço é tão mais importante porquanto, de acordo com os resultados do 2.º Inquérito à Literacia Financeira da população portuguesa, realizado em 2015⁴⁸, a opinião do intermediário financeiro se mantém como fator decisivo para os investidores aquando da tomada de decisões de investimento.

Ao abrigo de tais deveres, os intermediários financeiros envolvidos na produção de instrumentos financeiros devem adotar e aplicar políticas e procedimentos internos de aprovação de cada instrumento financeiro, antes do início da sua distribuição ou em casos de alterações relevantes dos mesmos, especificando o mercado-alvo de clientes finais por categoria de investidores, assegurando que são avaliados todos os riscos relevantes de cada instrumento para o mercado-alvo identificado e cumpridos os deveres relativos a conflitos de interesses. Adicionalmente, os intermediários financeiros devem adotar e aplicar políticas e procedimentos internos de aprovação da distribuição de instrumentos financeiros, antes do início da sua distribuição ou em casos de alterações relevantes dos mesmos, de modo a assegurar (i) que os produtos e serviços que pretendem distribuir são compatíveis com as necessidades, as características e os objetivos do mercado-alvo identificado, e (ii) que a estratégia de distribuição pretendida é compatível com o mercado alvo. Os instrumentos financeiros produzidos e distribuídos são, além disso, objeto de específicos deveres de monitorização impostos aos intermediários financeiros.

6 · CONSULTORIA PARA INVESTIMENTO INDEPENDENTE

A qualificação da consultoria de investimento como serviço de investimento principal surgiu com a DMIF A DMIF II, por sua vez, vem alterar aquele enquadramento normativo no sentido do reforço da proteção do cliente (investidor efetivo ou potencial) destinatário do aconselhamento personalizado

de investimento prestado pelo intermediário financeiro, obrigado pelos deveres de cariz fiduciário que para ele emergem do contrato de consultoria⁴⁹.

Reiterando, mais uma vez, o perfil do investidor nacional denunciado nas conclusões do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa (2015), para quem «o conselho do funcionário ao balcão continua a ser o principal fator determinante da escolha dos produtos financeiros, a que se segue o conselho de familiares e amigos.», percebe-se a pertinência das alterações trazidas pela DMIF II neste domínio e, bem assim, a atualidade da afirmação de LUCENA E VALE, Alexandre que, ainda antes da DMIF, adiantava desta forma a motivação para a crescente importância da consultoria de investimento: «Estamos, enfim, numa sociedade em que (i) o conhecimento e, mais genericamente, a informação, são bens cada vez mais valorizados e em que (ii) o mercado de valores mobiliários se apresenta como fundamental para o desenvolvimento económico.»⁵⁰.

Concretamente com a DMIF II assistimos a um reforço dos deveres de informação a cargo do intermediário financeiro, assentes na matriz de proteção do investidor. Adicionalmente, prevê-se o reforço dos requisitos em matéria de qualificação e formação aplicáveis aos colaboradores dos intermediários financeiros, cujo cumprimento é indispensável à prestação de um aconselhamento personalizado com as características da consultoria de investimento⁵¹.

O incremento das exigências do regime revela-se, em particular, na disciplina da consultoria de investimento “independente” que se opõe à consultoria de investimento “não independente” na distinção introduzida no artigo 24.º, n.º 4 e 7 da DMIF II.

Nesse sentido, o novo artigo 294.º-A do Cód.VM constante do Anteprojeto de Transposição da DMIF II consagra o dever do intermediário financeiro que preste consultoria de investimento independente de avaliar uma gama suficientemente diversificada de instrumentos financeiros disponíveis no mercado, de modo a garantir que os objetivos de investimento dos clientes são adequadamente satisfeitos, à luz dos requisitos regulatórios aplicáveis. Adicionalmente, o novo artigo 313.º-B do Cód.VM visa transpor para a ordem jurídica nacional o reforço da proibição imposta ao intermediário financeiro

⁴⁸ Disponível para consulta em <http://www.cvmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Estudos/Documents/Relatorio%20Inqu%C3%A9rito%20Literacia%202015%20%5Bweb%5D.pdf>

⁴⁹ CÂMARA, Paulo, *Direito dos...* pp. 451-455.

⁵⁰ LUCENA E VALE, ALEXANDRE, *Consultoria para investimento em valores mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, 2004, p.344.

⁵¹ Vide nota 48.

de aceitar remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por qualquer terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro em relação à prestação do serviço aos clientes (habitualmente designados por *inducements*).

Em matéria de organização do intermediário financeiro, a DMIF II admite (cf. novo artigo 294.º-B, n.º 3 e artigo 301.º, n.º 7 do Cód.VM constantes do Anteprojeto de Transposição) que o mesmo intermediário financeiro preste serviços de consultoria de investimento independente e não independente, mas impõe a completa segregação física, orgânica e funcional dos meios afetos a cada uma das modalidades, entre si e em relação a outras atividades de consultoria, impedindo que o mesmo colaborador preste ambas as modalidades de consultoria.

7 · FORMAS ORGANIZADAS DE NEGOCIAÇÃO

7.1 · Alterações comuns aos sistemas de negociação

De entre as regras gerais aplicáveis aos sistemas de negociação⁵², importa fazer referência aos deveres de adoção de sistemas, procedimentos e mecanismos eficazes que garantam: (i) a resistência e organização do sistema (i.e. capacidade para lidar com uma quantidade anormal de ofertas); (ii) a continuidade dos serviços em caso de falha dos sistemas de negociação; (iii) a possibilidade de rejeição de ordens que excedam os limiares pré-determinados ou que se revelem manifestamente erradas; (iv) a possibilidade de anulação, alteração ou correção de transações efetuadas; (v) a proteção do mercado relativamente aos potenciais efeitos nefastos dos sistemas de negociação algorítmica; (vi) a realização de testes adequados aos algoritmos utilizados na negociação; (vii) a adoção de sistemas que limitem o rácio de ofertas não executadas; e (viii) o cumprimento do regime de variação mínima de preços de ofertas. São ainda reguladas as comissões cobradas pelas plataformas de negociação e introduzidas regras específicas para a prestação de serviços de localização partilhada (*co-location*)⁵³.

⁵² «Qualquer sistema ou dispositivo no qual múltiplos interesses de negociação de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros podem interagir», art. 4.º, n.º1, 19) DMIF II.

⁵³ Artigos 208.º-A, 222.º-A, 223.º-B e n.º6 do artigo 209.º Cód.VM. Os requisitos técnicos aplicáveis às plataformas de negociação sobre estas matérias constam das normas técnicas de regulamentação (RTS) 7, 9 e 10.

7.2 · Sistemas de negociação organizada

Com o objetivo de criar uma categoria que sujeite «*todos os tipos organizados de execução e de negociação que não correspondam às funcionalidades ou especificações regulamentares das plataformas existentes*»⁵⁴ à regulação europeia dos mercados de instrumentos financeiros, e a fim de criar um *level playing field* entre todas as plataformas de negociação, o legislador europeu introduz uma nova estrutura de negociação, o sistema de negociação organizada (doravante, “OTF”). Compreende-se, assim, a definição atribuída pelo legislador, sendo considerados OTF todos os sistemas multilaterais que não preenchem as características de mercados regulamentados nem de SNM e através dos quais há interação de vários interesses de compra e venda manifestados por terceiros, com vista à celebração de contratos sobre determinados instrumentos financeiros⁵⁵. A amplitude da previsão normativa e a definição dos OTF com recurso a um critério negativo justificam a sujeição desta nova estrutura de negociação às regras especiais previstas nos novos artigos 200.º-A e 209.º-A do Cód.VM. De resto, a existência de outras formas organizadas de negociação já era reconhecida pelo artigo 198.º do Cód.VM vigente⁵⁶.

A utilização de um OTF encontra-se, desde logo, condicionada pela natureza dos instrumentos negociados, sendo apenas admissível a negociação de instrumentos representativos de dívida, de licenças de emissão ou de derivados. Em segundo lugar, está vedada à entidade gestora de um OTF a execução de ordens de clientes contra carteira própria, não obstante a existência de exceções à proibição⁵⁷. Por outro lado, uma vez que em determinadas situações a execução de ordens pela entidade gestora de um OTF pode ser efetuada numa base discricionária, os OTF estão ainda sujeitos a deveres de conduta das atividades de intermediação financeira, onde se incluem deveres de informação pré-negocial, a proibição geral de receção de benefícios ilegítimos e a avaliação da adequação da operação⁵⁸.

⁵⁴ Considerando 8 do RMIF.

⁵⁵ Artigo 200.º-A, n.º1 do Cód.VM. O caráter residual dos OTF é confirmado pelos novos n.º 2 e n.º5 do artigo 198.º do Cód.VM, estabelecendo que qualquer sistema multilateral de negociação deve ser autorizado como mercado regulamentado, SNM ou OTF.

⁵⁶ VIDAL, Isabel, *Formas Organizadas de Negociação*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. IX, 2010, p.221.

⁵⁷ Quando estejam em causa instrumentos de dívida emitidos por um emitente soberano para os quais não existe um mercado líquido e nas situações de execução de transações simultâneas por conta própria (*matched principal trading*) autorizada pelo cliente. Cf. artigo 200.º-A, n.º6 Cód.VM.

⁵⁸ Artigo 209.º-A, n.º1 Cód.VM.

7.3 · Internalização sistemática

Relativamente à internalização sistemática destaca-se, em primeiro lugar a extensão da obrigação de publicitação das ofertas de preço firmes a instrumentos similares a ações e a instrumentos não representativos de capital⁵⁹. Por outro lado, o legislador europeu concretiza a definição de internalizador sistemático⁶⁰, estabelecendo limiares quantitativos com o fim de determinar se o intermediário financeiro negocia de modo «organizado, frequente, sistemático» e «substancial». Uma vez atingidos ou ultrapassados tais limiares, o intermediário financeiro é considerado internalizador sistemático para efeitos da DMIF II, estando sujeito aos deveres acooplados à referida qualificação, devendo comunicar os instrumentos financeiros que negocia nessa qualidade à CMVM que, por sua vez, se encarregará de publicar uma lista dos intermediários financeiros registados que atuem como internalizadores sistemáticos⁶¹. Os intermediários financeiros que não atinjam os referidos limiares - definidos em regulamentação e atos delegados da DMIF II - poderão continuar a atuar como internalizadores sistemáticos, executando ordens de clientes com o seu próprio capital, com a vantagem de não estarem sujeitos aos deveres de transparência impostos pela DMIF II. Esta possibilidade, justificada por imperativos de proporcionalidade e de equilíbrio entre a proteção dos investidores e custos de transação para os intermediários, poderá incentivar a fragmentação, ou diminuição, da internalização sistemática que, em Portugal, nos últimos anos, não conseguiu atingir uma posição concorrencial de relevo face às outras formas de negociação⁶².

7.4 · Sistemas de negociação multilateral: em particular, mercados PME em crescimento

A reforma promovida pela DMIF II foi aproveitada pelo legislador europeu para, por um lado, introdu-

zir regras quanto ao número mínimo de participantes num sistema de negociação multilateral (“SNM”)⁶³ e, por outro, reforçar a proibição de execução de ordens de clientes da entidade gestora contra a sua carteira própria⁶⁴.

Com o objetivo de facilitar o acesso capital por parte das pequenas e médias empresas (doravante, “PME”) e de fomentar o desenvolvimento de mercados especializados que satisfaçam as necessidades de pequenos e médios emittentes, surge uma nova categoria de SNM - o mercado de PME em crescimento. Procura-se, com a consagração desta nova categoria de SNM, incentivar as PME a aceder aos mercados de capitais, sobretudo minorando os encargos administrativos, de forma a alcançar um equilíbrio entre a redução destes custos e a elevada proteção dos investidores, essencial para a confiança dos mesmos nos mercados de PME em crescimento⁶⁵. Neste contexto, a qualificação de um SNM como mercado de PME em crescimento, em que pelo menos 50% dos emittentes dos instrumentos financeiros aí negociados deverão ser PME⁶⁶, proporciona algumas derrogações a regras gerais, como, por exemplo, a isenção de elaboração da lista de pessoas com acesso a informação privilegiada⁶⁷.

Esta nova plataforma de negociação dirigida às PME surge, assim, como mais uma alternativa de capitalização dirigida aos negócios em crescimento, ao lado do capital de risco e das várias modalidades de *crowdfunding*, nomeadamente de capital e de empréstimo.

8 · NEGOCIAÇÃO ALGORÍTMICA E ACESSO ELETRÓNICO DIRETO

A concorrência entre plataformas e a inovação tecnológica resultaram no surgimento e ampla utilização de novas formas de negociação - negociação algorítmica, negociação algorítmica de alta frequência e

⁵⁹ Artigos 14.º a 18 RMIF.

⁶⁰ Nos termos do artigo 4.º, n.º 1, 20) DMIF II, o internalizador sistemático corresponde à «empresa de investimento que, de modo organizado, frequente, sistemático e substancial, negocia por conta própria quando executa ordens de clientes fora de um mercado regulamentado, de um sistema dou de um sistema de negociação organizada, sem operar um sistema multilateral».

⁶¹ Artigo 201.º, n.º 2 a 5 Cód.VM e Título III RMIF.

⁶² Em Portugal, não há registo de nenhum intermediário financeiro que desenvolva essa atividade. Cf. CMVM, *Relatório Anual 2015 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários*, p. 127.

⁶³ Pelo menos 3 participantes com atividade relevante. Artigo 200.º, n.º 6 Cód.VM.

⁶⁴ Artigo 200.º, n.º 7 Cód.VM. A proibição abrange a execução de transações simultâneas por conta própria (*matched principal trading*).

⁶⁵ Considerandos 132 e 133 da DMIF II.

⁶⁶ Artigo 201.º-A Cód.VM. Serão PME os emittentes que tenham uma capitalização bolsista média inferior a €200.000.000 com base nas cotações finais dos três anos civis anteriores, e que cumpram os requisitos previstos em regulamentação e atos delegados da DMIF II (artigo 201.º-A, n.º 7 Cód.VM).

⁶⁷ Artigo 18.º, n.º 6 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

acesso eletrônico direto. Dada a complexidade do tema, substancialmente remetido para o âmbito das normas técnicas de regulamentação (“RTS”) e de execução (“ITS”) e das orientações emitidas pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA)⁶⁸, opta-se por fazer uma referência aos fenômenos e à necessidade da sua regulamentação.

Está-se perante negociação algorítmica sempre que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens (como o início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade) com pouca ou nenhuma intervenção humana. Por sua vez, a técnica de negociação algorítmica de alta frequência implica a existência de três elementos: i) uma infraestrutura destinada a minimizar a latência entre a ordem e a sua execução, incluindo um sistema de partilha de instalações (*co-location*), alojamento de proximidade ou acesso eletrônico direto de alta velocidade, ii) a realização de toda a operação, entre a abertura e a execução de ordens sem qualquer intervenção humana caso se trate de transação individual; e iii) a existência de elevadas taxas de mensagens intradiárias (ordens, ofertas de preços ou cancelamentos)⁶⁹.

O acesso eletrônico direto consiste no mecanismo através do qual um participante numa plataforma de negociação permite que um terceiro utilize o seu código de negociação para a transmissão direta, por via eletrónica, de ordens relativas a instrumentos financeiros a uma plataforma de negociação⁷⁰.

As novas formas de negociação automatizada proporcionam «*de um modo geral benefícios ao mercado e aos participantes no mercado, tais como uma maior participação nos mercados, um aumento da respetiva liquidez, menores diferenciais, uma menor volatilidade de curto prazo e os meios para obter uma melhor execução das ordens dos clientes*»⁷¹. Não obstante, os aumentos da velocidade, capacidade e complexidade da negociação pelos investidores acarretam riscos, desde logo: i) o risco de sobrecarga dos sistemas de negociação, gerado pelos grandes volumes de ordens; ii) o risco de emissão de ordens erradas, de duplicação de ordens ou de outros erros gerados pela negociação algorítmica; e iii) o risco de aumento da volatilidade dos mercados causado por reação excessiva dos sistemas de negociação algorítmica a outros acontecimentos no mercado.

No Pacote DMIF II, o legislador europeu procurou mitigar estes potenciais riscos através da combinação de medidas e controlos de risco específicos dirigidos às empresas que utilizam estas tecnologias de negociação. Para o efeito, entre outras normas técnicas, são previstos requisitos de organização interna para as entidades que desenvolvam negociação algorítmica (requisitos técnicos de sistemas, limites de negociação, adoção de planos de continuidade e comunicação prévia do exercício da atividade de negociação algorítmica ao regulador). Para o desenvolvimento de negociação algorítmica de alta frequência acresce, entre outros requisitos, a necessidade de autorização como intermediário financeiro⁷². Finalmente, no que respeita à prática do acesso direto, é introduzida uma série de requisitos organizacionais relacionados com a implementação e adoção de sistemas de controlo dos riscos das transações, de avaliação dos clientes, de registo de dados, bem como a comunicação prévia ao regulador⁷³.

9 · CONCLUSÕES

Numa altura em que a incerteza em torno da duração e dos efeitos da crise financeira persiste, o pacote legislativo da DMIF II procura colmatar as insuficiências regulatórias detetadas na vigência da DMIF.

O esforço do legislador é meritório e indispensável ao reforço da confiança dos investidores, traídos por um sentimento de insegurança e de descrédito no funcionamento regular do mercado tão necessário à própria sobrevivência das economias nacionais à escala global. Contudo, se os últimos dez anos permitiram ganhar uma maior consciência dos riscos (e debilidades) de um mercado em constante evolução, ficou também evidente que «*É claro que uma boa legislação, uma adequada regulação e uma eficaz supervisão ajudam muito. Mas o papel principal será sempre o dos agentes do mercado - instituições financeiras, auditores, agências de rating, etc. - que por comportamentos inadequados foram de facto os causadores da crise que ainda vivemos.*»⁷⁴. Os desafios colocados pelo Pacote DMIF II aos agentes do mercado constituem certamente uma oportunidade de corrigir desvios importantes do passado, numa renovada expectativa de reconquistar a pujança das economias e a confiança dos investidores.

68 Considerando 63 da DMIF II.

69 Respetivamente, artigo 4.º, n.º1, 39) e 40) DMIF II.

70 Artigo 4.º, n.º1, 41) DMIF II.

71 Considerando 62 da DMIF II.

72 Artigos 289.º, n.º3, d) e 317.º-E, 317.º-F e 317.º-G Cód.VM.

73 Artigo 317.º-H Cód.VM.

74 TAVARES, Carlos, *A crise financeira...* p. 41.