

A DIRECTIVA DOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS (DMIF): UMA LEITURA GUIADA

A Directiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) e os textos comunitários que a complementam determinarão implicações profundas no sistema financeiro português. O seu relevo e a proximidade da sua transposição, prevista para início do próximo ano, justificam a elaboração de um documento de divulgação que sintetize as suas linhas mestras, em termos acessíveis aos investidores e ao público em geral. Tal o objecto do presente documento.

Este texto inscreve-se no esforço de divulgação já revelado em consultas organizadas pela CMVM e no documento “A Reforma Legislativa do Mercado de Capitais Português no Quadro das Novas Directivas Comunitárias” (2005).

Apesar de não se constituir como um documento de apoio à consulta pública actualmente em curso, a apresentação do regime comunitário é seguida, em cada matéria, pela indicação do local (e, se aplicável, do modo) em que cada matéria é reflectida à data no projecto de transposição.

ÍNDICE

I. ENQUADRAMENTO GERAL	4
1. Quais os objectivos da DMIF?	4
2. O que significa o facto de a Directiva ter sido elaborada segundo o modelo Lamfalussy?	5
3. Quais as entidades afectadas pela DMIF?	6
4. Quais as entidades excluídas do âmbito da DMIF?	7
5. Quais são os prazos de transposição e implementação?	7
6. Qual a sequência do presente documento?	8
II. NOVIDADES NO EXERCÍCIO DA INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	9
1. O ALARGAMENTO DO ÂMBITO DOS SERVIÇOS DE INVESTIMENTO E DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS	9
1.1. A actualização do elenco dos serviços de investimento e dos serviços auxiliares	9
1.2. Os novos instrumentos financeiros	9
2. A MAIOR EFICÁCIA DO PASSAPORTE EUROPEU	10
2.1. Liberdade de prestação de serviços e estabelecimento de sucursal	10
2.2. O recurso aos agentes vinculados	11
3. REQUISITOS ORGANIZATIVOS HARMONIZADOS	12
3.1. As funções de cumprimento de deveres, gestão de riscos e auditoria interna	12
3.1.1. A função de controlo do cumprimento (compliance)	12
3.1.2. A gestão de riscos	13
3.1.3. A auditoria interna	13
3.1.4. A responsabilidade dos membros do órgão de administração	14
3.2. Protecção dos activos dos clientes	14
3.3. A gestão de conflitos de interesses	15
3.4. A subcontratação de serviços de investimento e de funções importantes	16
3.5. Conservação de registos	17
4. DEVERES GERAIS DE CONDUTA HARMONIZADOS	17
4.1. A classificação de clientes e o dever de adopção de políticas internas sobre esta matéria	17
4.2. Dever geral de actuação honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes	20
4.3. Deveres de informação	20
4.4. Forma escrita do contrato de intermediação financeira	20
4.5. Dever de conhecer o cliente e de apreciar o carácter adequado da operação solicitada	21
4.6. O princípio da execução nas melhores condições	22

4.7. Tratamento das ordens de clientes	23
4.7.1. Execução de ordens de modo sequencial e célere	23
4.7.2. Agregação e afectação de ordens	23
III. A NOVA ORGANIZAÇÃO DA NEGOCIAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS	24
1. TRÊS FORMAS ORGANIZADAS DE NEGOCIAÇÃO	24
2. MERCADOS REGULAMENTADOS	24
2.1. Um regime jurídico comunitário	24
2.2. Idoneidade dos dirigentes e accionistas	25
2.3. Novas regras de acesso à qualidade de membro de mercados regulamentados	25
2.4. Controlo do cumprimento das regras	26
2.5. Requisitos de organização	26
2.6. Admissão à negociação de instrumentos financeiros	26
2.7. Suspensão e exclusão da negociação	27
3. SISTEMAS DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL	28
3.1. Actividade de investimento e proximidade funcional dos mercados regulamentados	28
3.2. Idoneidade e outros requisitos organizativos	29
3.3. Selecção para negociação em sistema de negociação multilateral	29
4. EXECUÇÃO FORA DE MERCADO REGULAMENTADO E DE SISTEMA DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL	30
5. ACESSO E DIREITO DE DESIGNAÇÃO DOS SISTEMAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO	30
IV. TRANSPARÊNCIA NO MERCADO ACCIONISTA	32
1. DEVERES DE INFORMAÇÃO PRÉ NEGOCIAÇÃO	33
1.1. Mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral	33
1.2. Internalização sistemática	33
1.3. Dever de divulgar ordens com limites que não sejam imediatamente executáveis	34
2. OS DEVERES DE INFORMAÇÃO PÓS NEGOCIAÇÃO	35
V. REPORTE DE TRANSACÇÕES E COOPERAÇÃO ENTRE AUTORIDADES DE SUPERVISÃO	36

I. ENQUADRAMENTO GERAL

1. Quais os objectivos da DMIF?

Presentemente, a regulação dos serviços de investimento é ditada pela Directiva dos Serviços de Investimento ou DSI. Implementada em 1995, o principal propósito da DSI foi o de, à semelhança do que já sucedia no sector bancário, criar condições para que as liberdades de estabelecimento e de prestação de serviços fossem realizáveis ao nível das empresas de investimento, sem descuidar a salvaguarda dos interesses dos investidores. Assim, as poucas disposições que aquela directiva dedica aos mercados regulamentados são instrumentais dos referidos objectivos.

Ao contrário, a perspectiva adoptada na DMIF é bem mais ambiciosa, o que cedo justificou o abandono da prévia designação desta como DSI 2. Com efeito, são os seguintes os principais objectivos da DMIF:

A actualização do elenco de serviços de investimento e de instrumentos financeiros

A DMIF procede à actualização, no sentido de um alargamento, do elenco das actividades e dos serviços de investimento, bem como dos serviços auxiliares e dos instrumentos financeiros por esta abrangidos, com reflexos óbvios na definição do seu próprio âmbito de aplicação e nas actividades susceptíveis de serem prestadas numa base transfronteiriça.

Um passaporte europeu mais eficaz

Ao nível da actividade transfronteiriça das empresas de investimento, o novo regime propõe-se tornar mais eficaz o sistema de reconhecimento mútuo, através de uma mais eficiente divisão de competências entre a autoridade do Estado em que os serviços são prestados (Estado de acolhimento) e a autoridade do Estado que tenha autorizado a empresa de investimento (Estado de origem), com o necessário reforço da supervisão por parte desta última.

O desenvolvimento e a harmonização dos requisitos de organização e dos deveres de conduta aplicáveis a intermediários financeiros

A confiança do Estado de acolhimento na divisão de poderes referida é, necessariamente, acompanhada por um muito maior desenvolvimento e, conseqüentemente, grau de harmonização das normas aplicáveis tanto ao nível de requisitos de organização, como ao nível das normas de conduta ou comportamentais, em particular, as aplicáveis a clientes não profissionais.

O reconhecimento de novas formas organizadas de negociação

A maior novidade da DMIF relaciona-se com a harmonização das estruturas de mercado, através da instituição de um enquadramento jurídico destinado a regular a concorrência entre os mercados regulamentados e as duas novas infra-estruturas de negociação por esta Directiva reconhecidas: os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática. O reforço dos deveres dos intermediários financeiros representa uma garantia relevante de protecção do investidor neste cenário de maior flexibilidade de formas organizadas de negociação.

Um regime completo de transparência relativa a transacções potenciais e efectivas em instrumentos de capital

O objectivo do fomento da igualdade e da concorrência entre infra-estruturas de negociação é também prosseguido pela consagração de deveres de transparência pré e pós negociação, em qualquer das três infra-estruturas de negociação, sobre transacções em acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.

O aproveitamento pleno da informação reportada às autoridades de supervisão sobre transacções em instrumentos financeiros

Por fim, e por forma a dotar as autoridades de supervisão da informação que lhes permita desempenhar as suas funções, evitando duplicações e tornando os dados comparáveis, é fixado o conteúdo da notificação de transacções sobre quaisquer instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado e adoptado o princípio do reporte a uma única autoridade, a qual é responsável por a reencaminhar para as demais autoridades potencialmente interessadas.

2. O que significa o facto de a Directiva ter sido elaborada segundo o modelo Lamfalussy?

A elaboração da DMIF, que constitui um elemento central do Plano de Acção para os Serviços Financeiros ¹, seguiu o método da comitologia preconizado no Relatório Lamfalussy.

Este modelo foi concebido para, tornando mais célere o processo legislativo comunitário, serem igualmente considerados a actualidade e o apuro técnico dos diplomas comunitários, em face do cada vez maior grau de complexidade das matérias por estes reguladas.

Assim, em primeiro lugar, é aprovada uma Directiva quadro, do Conselho e do Parlamento, onde se estabelecem os princípios gerais e se delimitam as normas cuja posterior concretização é necessária (nível 1). Posteriormente, a Comissão Europeia aprova as chamadas directivas ou regulamentos de execução, com base em parecer técnico submetido pelo CESR, cuja elaboração pressupõe a realização de consultas públicas (nível 2). Este processo é acompanhado pelo Parlamento Europeu. A coerência de práticas na aplicação dos diplomas comunitários é promovida por recomendações do CESR (nível 3), competindo à Comissão Europeia supervisionar a aplicação do direito comunitário e, em caso de violação deste, sancionar os Estados (nível 4). ²

No que toca à DMIF, os procedimentos relativos aos níveis 1 e 2 encontram-se concluídos, tendo o CESR já iniciado os trabalhos relativos ao nível 3, cujo plano para 2006/2007 está disponível em

<http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=53>.

¹ Comunicação da Comissão *Serviços Financeiros: aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros* (COM (1999) 232).

² A descrição detalhada, ainda que esquemática, do processo Lamfalussy pode ser consultada na publicação da CMVM "A Reforma Legislativa do Mercado de Capitais Português no Quadro das Novas Directivas Comunitárias", pág. 10.

Neste contexto, fazem parte do “pacote” DMIF (ou DMIF em sentido lato):

- A Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera a Directiva 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho (DMIF em sentido estrito ou Directiva quadro);
- A Directiva (CE) n.º 2006/73/CE, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento (Directiva de execução);
- O Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados e à admissão à negociação dos instrumentos financeiros (Regulamento de execução).

É de realçar o grau de harmonização obtido com este conjunto de diplomas na medida em que, por um lado, o Regulamento é directamente aplicável nos diversos Estados e, por outro, a Directiva prevê harmonização máxima. Por outras palavras, os Estados-membros não podem prescrever requisitos adicionais aos previstos nestes diplomas, a menos que aqueles requisitos se destinem a dar resposta a riscos para a protecção dos investidores ou da integridade do mercado, específicos do Estado em causa, que não tenham sido adequadamente consideradas.

3. Quais as entidades afectadas pela DMIF?

As entidades afectadas pela DMIF são, por um lado, todas aquelas cujo objecto envolve o exercício de uma actividade ou a prestação de um serviço de investimento e, por outro lado, os mercados regulamentados e as entidades gestoras dos mesmos.

Projecto de transposição em consulta:

Tendo presente o actual enquadramento jurídico português, as entidades directamente afectadas pela transposição da DMIF são as seguintes:

- as empresas de investimento,
- as instituições de crédito que exerçam actividades ou prestem serviço de investimento,
- os consultores autónomos,
- as entidades gestoras de mercados regulamentados,
- as entidades gestoras de mercados não regulamentados,
- as entidades que negociam instrumentos derivados sobre mercadorias.

São afectadas indirectamente todas as entidades às quais é aplicável o regime dos intermediários financeiros, ou certas normas deste.

Finalmente, não decorrendo directamente da transposição da DMIF, mas regulado em conjunto com esta, referem-se as entidades cujo objecto se relaciona com as actividades pós negociação (título V do Código dos Valores Mobiliários (CVM) e Regime Jurídico da SGMR).

4. Quais as entidades excluídas do âmbito da DMIF?

Algumas entidades são expressamente excluídas do âmbito da DMIF, como já o eram em relação à DSI. Este elenco foi actualizado de forma a considerar outras alterações, designadamente o aditamento dos instrumentos financeiros derivados sobre mercadorias. Assim, destacam-se as exclusões relativas a pessoas:

- a) que não prestem serviços ou actividades de investimento que não sejam a negociação por conta própria, a menos que sejam criadores de mercado ou negoceiem por conta própria fora de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral, de modo organizado, frequente e sistemático, facultando um sistema acessível a terceiros a fim de com eles negociar;³
- b) que prestem serviços de investimento em instrumentos derivados sobre mercadorias ou contratos de natureza nocional aos clientes da sua actividade principal, desde que o façam enquanto actividade acessória da sua actividade principal, quando considerada no contexto de um grupo, e essa actividade principal não consista na prestação de serviços de investimento;⁴
- c) cuja actividade principal consiste em negociar por conta própria em mercadorias e/ou instrumentos derivados sobre mercadorias, desde que não façam parte de um grupo cuja actividade principal consista na prestação de outros serviços de investimento;⁵
- d) que prestam consultoria para investimento, de forma não especificamente remunerada, no contexto do exercício de outra actividade profissional não abrangida pela DMIF.⁶

Projecto de transposição em consulta:

São elencadas no artigo 289.º, n.º 3 do CVM as entidades que, ainda que exerçam actividades ou prestem serviços de investimento previstos na DMIF, se considera não exercerem qualquer actividade de intermediação financeira, para efeitos da aplicação do direito português.

5. Quais são os prazos de transposição e implementação?

O prazo de transposição da DMIF termina em 31 de Janeiro de 2007, sendo, porém, concedido aos seus destinatários um prazo de 9 meses para se adaptarem às novas exigências ali previstas. A partir de 1 de Novembro de 2007 o cumprimento do novo quadro comunitário e das disposições internas que procedem à sua transposição é obrigatório.

³ Art.º 2.º, n.º1, d) da DMIF.

⁴ Art.º 2.º, n.º1, i) da DMIF.

⁵ Art.º 2.º, n.º1, k) da DMIF.

⁶ Art.º 2.º, n.º1, j) da DMIF.

6. Qual a sequência do presente documento?

A estrutura do presente documento segue a indicação feita dos principais objectivos da DMIF. Assim:

O capítulo 2 é dedicado às mudanças introduzidas no exercício da actividade de intermediação financeira, dando nota da forma como a DMIF concretiza os objectivos da actualização dos serviços e instrumentos financeiros, da eficiência do passaporte europeu e da harmonização e aprofundamento dos requisitos de organização e das normas de conduta.

No capítulo 3 é desenvolvido o regime previsto na DMIF para as formas organizadas de negociação por aquela reconhecidas: os mercados regulamentados, os sistemas de negociação multilateral e a execução fora destes sistemas, em especial a internalização sistemática.

O capítulo 4 é dedicado aos deveres de divulgação de informação pré e pós negociação relativos a acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Finalmente, o capítulo V é dedicado ao reporte de transacções e cooperação entre autoridades de supervisão.

II. NOVIDADES NO EXERCÍCIO DA INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

1. O ALARGAMENTO DO ÂMBITO DOS SERVIÇOS DE INVESTIMENTO E DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

1.1. A actualização do elenco dos serviços de investimento e dos serviços auxiliares

As principais alterações são, além da gestão de sistemas de negociação multilateral, a “elevação” da consultoria para investimento a serviço (principal) de investimento e o aditamento de um novo serviço auxiliar relativo à análise financeira.

A nova qualificação da consultoria para investimento atende aos riscos específicos desta actividade sem, no entanto, impor requisitos injustificados ou demasiado onerosos às entidades que fornecem serviços de consultoria de investimento como actividade principal/exclusiva. Neste caso, a Directiva relativa aos fundos próprios é alterada de modo a admitir a substituição dos requisitos de capital por um seguro de responsabilidade civil profissional.

No que toca à análise financeira, a opção pela sua inclusão no elenco dos serviços auxiliares parte da assunção de que a prestação de recomendações gerais de investimento deve ser efectuada de acordo com elevados padrões profissionais e éticos, em particular quando realizada por entidades que conjugam esta actividade com serviços (principais) de investimento, aumentando a susceptibilidade da ocorrência de situações de conflitos de interesses.

Projecto de transposição em consulta:

As alterações no elenco dos serviços de investimento têm implicações óbvias na redacção dos artigos 290.º e 291.º do CVM. Porém, o principal reflexo daquela alteração é a necessária qualificação dos actuais consultores autónomos como intermediários financeiros. À semelhança das demais empresas de investimento, o regime das empresas de consultoria para investimento é definido em diploma próprio, sem prejuízo da aplicação do CVM.

1.2. Os novos instrumentos financeiros

Em relação ao elenco dos instrumentos financeiros, realça-se o aditamento dos instrumentos derivados sobre mercadorias e activos de natureza nocional, dos instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito e dos contratos diferenciais e a consequente harmonização da prestação, em qualquer Estado-membro, de serviços de investimento com este objecto.

Mais especificamente, fazem doravante parte do conceito de instrumentos financeiros:

- a) Os contratos derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou o possam ser por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão);⁷
- b) Os contratos derivados sobre mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, se forem transaccionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou se, não sendo destinados a fins comerciais, tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são compensados ou liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos a controlo regular do saldo da conta margem;⁸
- c) Os contratos sobre derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou o possam ser por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão), bem como quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a activos, direitos, obrigações, índices e indicadores, e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado ou num sistema de negociação multilateral, se são compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem;⁹
- d) Os instrumentos financeiros para a transferência do risco de crédito;¹⁰
- e) Os contratos diferenciais.¹¹

Projecto de transposição em consulta:

O artigo 1.º do CVM foi alterado de modo a reflectir o elenco dos instrumentos financeiros previstos na DMIF. Este artigo – agora centrado no conceito de instrumento financeiro – passou a incluir igualmente, com base na função por si prosseguida, os contratos de seguros ligados a fundos de investimento.

2. A MAIOR EFICÁCIA DO PASSAPORTE EUROPEU

2.1. Liberdade de prestação de serviços e estabelecimento de sucursal

Reconhecendo as dificuldades patentes nas modalidades de passaporte europeu previstas na DSI, designadamente a incerteza jurídica quanto à aplicabilidade de normas do Estado de origem (que autorizou o intermediário financeiro) e do Estado de acolhimento (onde o intermediário pretende exercer a sua actividade) e a necessidade do intermediário se ter que relacionar com diversas autoridades de supervisão, a DMIF limita drasticamente as

⁷ Secção C 5) do Anexo I da DMIF.

⁸ Secção C 6) e 7), do Anexo I da DMIF, e arts. 38.º e 39.º do Regulamento de execução.

⁹ Secção C 10) do Anexo I da DMIF, e arts. 38.º e 39.º do Regulamento de execução.

¹⁰ Secção C 8) do Anexo i da DMIF.

¹¹ Secção C 9) do Anexo i da DMIF.

circunstâncias em que a autoridade do Estado de acolhimento pode actuar.

A actividade transfronteiriça pode ser levada a cabo quer através de livre prestação de serviços, quer mediante o estabelecimento de uma sucursal.

Na livre prestação de serviços, a DMIF exalta o princípio da supervisão pelo Estado de origem, pois as autoridades dos Estados onde o intermediário financeiro pretenda exercer a sua actividade deixam de poder impor quaisquer requisitos adicionais, mesmo que, como sucede à luz da DSI, fundados em “razões de interesse geral”.¹²

No caso do estabelecimento de sucursais, ainda que o princípio geral seja o da supervisão pelo Estado de origem, as autoridades dos Estados de acolhimento, atenta a sua proximidade física e a sua maior capacidade de intervenção, são responsáveis pela supervisão dos deveres de manutenção de registos e dos deveres gerais de conduta, das normas relativas a execução nas melhores condições e ao tratamento de ordens de clientes, bem como das que impõem deveres de divulgação de informação pré e pós negociação.¹³

Em relação ao procedimento de notificação para efeitos de utilização do passaporte, a DMIF não introduz alterações especialmente significativas. É, no entanto, relevante a exigência geral de que cada Estado onde exista mais do que uma autoridade competente, identifique uma que assuma o papel de “ponto de contacto” para efeitos de qualquer tipo de notificações ou de troca de informações, entre Estados-membros, no âmbito desta Directiva.¹⁴

Projecto de transposição em consulta:

As alterações resultantes da DMIF foram inseridas no título X-A do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), onde é regulado o passaporte europeu das empresas de investimento. Por seu turno, a proposta em consulta, no Decreto-lei Preambular, aponta a CMVM como ponto de contacto.

2.2. O recurso aos agentes vinculados

Procurando acomodar o desenvolvimento da oferta dos serviços transfronteiriços prestados por agentes vinculados, a DMIF inclui um conjunto de normas que regem a actividade destes, i.e. das pessoas que, sob a total responsabilidade de um único intermediário financeiro em nome do qual actuam, se dedicam à promoção de serviços de investimento, à recepção e transmissão de ordens, à colocação de instrumentos financeiros e à prestação de aconselhamento sobre estes.¹⁵

Os agentes vinculados, os quais devem ser idóneos e possuir conhecimentos adequados, devem ser inscritos no registo público do Estado onde estão estabelecidos. Porém, caso este Estado não autorize o recurso àqueles, os mesmos serão inscritos no registo público do Estado de origem dos

¹² Arts.º 6.º, 7.º e 31.º da DMIF.

¹³ Considerando 32 e art. 32.º, n.º 7 da DMIF.

¹⁴ Art. 56.º da DMIF.

¹⁵ Arts. 4.º, n.º 1, 25), e 23.º, n.º 1 da DMIF.

intermediários financeiros por conta dos quais actuam. No entanto, se um intermediário financeiro recorrer a um agente vinculado estabelecido num Estado-membro diferente do seu próprio Estado de origem, este agente é associado a uma sucursal e sujeito às disposições correspondentes.¹⁶

Do regime dos agentes vinculados destaca-se, ainda, a possibilidade conferida aos Estados-membros no sentido de permitirem que as respectivas autoridades deleguem a competência para a manutenção do registo dos agentes vinculados e de admitirem que sejam os próprios intermediários financeiros a apreciar a verificação dos requisitos de idoneidade e conhecimentos dos mesmos.¹⁷

Projecto de transposição em consulta:

Os agentes vinculados – que assumem o papel actualmente assumido pelos prospectores – encontram o regime que lhes é aplicável nos artigos 36.º a 40.º do decreto-lei de regulamentação do CVM. Este regime procede à transposição das normas relevantes da DMIF e considera o actual regime dos prospectores constante do Regulamento da CMVM n.º 12/2000.

3. REQUISITOS ORGANIZATIVOS HARMONIZADOS

Ao nível dos deveres de organização dos intermediários financeiros, a DMIF não apenas concretiza os princípios gerais referidos na DSI (boa organização, controlo interno, protecção dos activos de clientes, conservação de registos e conflitos de interesses), como regula novos aspectos, como a subcontratação de funções.¹⁸

3.1. As funções de cumprimento de deveres, gestão de riscos e auditoria interna

3.1.1. A função de controlo do cumprimento (*compliance*)

Os intermediários financeiros devem adoptar uma função de controlo do cumprimento dos deveres que sobre o mesmo impendem, que actue de forma independente. Esta função é responsável, *prima facie*, por acompanhar e avaliar a adequação e a eficácia das medidas e procedimentos adoptados para detectar qualquer risco de incumprimento e por prestar aconselhamento aos colaboradores responsáveis pelo exercício de actividades de intermediação financeira.

De acordo com a Directiva de execução, i) a função de *compliance* deve ter a autoridade, recursos e capacidade técnica adequados e poder aceder a todas as informações relevantes; ii) deve ser nomeado um colaborador responsável pela mesma; iii) as pessoas envolvidas na função devem estar proibidas de controlar as demais actividades por si exercidas; iv) o modo de remunerar as pessoas envolvidas na função não deve influenciar a sua objectividade.

¹⁶ Art.º 23.º, n.ºs 2 e 3 da DMIF.

¹⁷ Art.º 23.º, n.ºs 3, parte final, e 4 da DMIF.

¹⁸ Art.º 13.º da DMIF.

A verificação destas duas últimas condições é dispensada no caso dos intermediários financeiros que demonstrem que, considerando a natureza, a extensão e a complexidade das suas actividades, bem como a natureza dos serviços prestados, aqueles requisitos não são proporcionados e o seu não cumprimento não afecta a eficácia da função de *compliance*.¹⁹

Projecto de transposição em consulta:

O sistema de controlo do cumprimento dos deveres do intermediário financeiro é referido no artigo 305.º, n.º 2, a) do CVM, sendo regulamentado no artigo 6.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.1.2. A gestão de riscos

A DMIF, tal como aplicada pela Directiva de execução, obriga os intermediários financeiros a adoptar políticas e a estabelecer procedimentos de identificação dos riscos ligados às suas actividades e sistemas e a adoptar mecanismos eficazes para gerir esses riscos.

Em concreto, exige-se que sejam permanentemente avaliados i) a adequação e a eficácia das políticas e procedimentos de gestão de riscos, ii) o nível de cumprimento dos procedimentos de gestão de riscos e iii) a adequação e eficácia das medidas tomadas para corrigir eventuais deficiências detectadas.

Sempre que adequado e proporcional, considerando a natureza, a extensão e a complexidade da actividade do intermediário financeiro, a função de gestão dos riscos deve ser operada de forma independente. Quando não o seja, o intermediário financeiro deve ser capaz de demonstrar a eficácia das suas políticas e procedimentos em matéria de gestão dos riscos.²⁰

Projecto de transposição em consulta:

As normas relativas a esta matéria foram incluídas nos artigos 305.º, n.º 2, a) do CVM e 6.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.1.3. A auditoria interna

A DMIF exige que os intermediários financeiros estabeleçam uma função de auditoria interna, independente dos seus demais órgãos, responsável por i) estabelecer um plano de auditoria destinado a examinar e a avaliar a adequação e a eficácia dos sistemas de controlo interno, ii) emitir recomendações e verificar a sua observância, e iii) apresentar relatórios sobre esta matéria.²¹

¹⁹ Art. 13.º, n.º 2 da DMIF e art. 6.º da Directiva de Execução

²⁰ Art. 13.º, n.º 2, § 2 da DMIF e art. 7.º da Directiva de execução

²¹ Art. 13.º, n.º 5, § 2 da DMIF e art. 8.º da Directiva de execução

Este dever é apenas aplicável aos intermediários financeiros em relação aos quais o seu cumprimento seja adequado e proporcional em face da natureza, da extensão e da complexidade da sua actividade, bem como da natureza e do leque dos serviços de investimento por si prestados.

Projecto de transposição em consulta:

O dever de adoptar um sistema de auditoria interna independente decorre do artigo 8.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.1.4. A responsabilidade dos membros do órgão de administração

A previsão das funções de *compliance*, gestão de riscos e auditoria interna é acompanhada pela responsabilização dos membros do órgão de administração pelo cumprimento dos deveres decorrentes da DMIF, sendo, expressamente, exigida a avaliação periódica da eficácia das políticas e dos procedimentos adoptados para garantir esse cumprimento e a consequente adopção de medidas adequadas para suprir eventuais insuficiências encontradas.²²

Projecto de transposição em consulta:

Esta matéria é tratada no artigo 9.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.2. Protecção dos activos dos clientes

Concretizando com grande detalhe os princípios, já constantes da DSI, da salvaguarda dos instrumentos financeiros e dos fundos de clientes e da proibição da sua utilização pelo intermediário financeiro, a Directiva de execução:²³

- a) obriga à manutenção de procedimentos e registos contabilísticos que assegurem a distinção dos activos de um cliente dos activos dos outros clientes e dos activos do próprio intermediário financeiro;
- b) determina as medidas específicas que devem ser tomadas quando existem activos dos clientes depositados junto de terceiros (designadamente a necessidade de serem considerados, não apenas a capacidade técnica e a reputação destes terceiros, como a eventualidade dos requisitos legais ou práticas de mercado em causa serem susceptíveis de prejudicar os direitos dos clientes);
- c) exige a adopção de procedimentos organizativos adequados para minimizar o risco de perda ou de diminuição do valor dos activos de clientes em consequência de fraude ou de má gestão; e
- d) enumera as condições de cuja verificação depende a utilização dos instrumentos financeiros de clientes, enunciado o modo como o consentimento do cliente deve ser dado, inclusive no caso de instrumentos detidos em contas globais.

²² Art. 13.º, n.º 2 da DMIF e art. 9.º da Directiva de execução

²³ Arts. 13.º, n.º 7 e 13.º, n.º 8 da DMIF e arts. 16.º a 19.º da Directiva de execução.

Projecto de transposição em consulta:

Além dos princípios gerais previstos no artigo 306.º do CVM, a transposição destas normas é feita através dos artigos 16.º e seguintes do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.3. A gestão de conflitos de interesses

A política de gestão de conflitos de interesses

Os deveres dos intermediários financeiros de detectarem conflitos de interesses, de adoptarem as medidas necessárias para evitar que estes prejudiquem os interesses dos seus clientes e de, quando não for possível eliminar o conflito, informarem aqueles da sua ocorrência não constituem, por si, novidade. A maior alteração trazida pela DMIF é o grau de detalhe no tratamento desta matéria.

Assim, aos intermediários financeiros é requerida a adopção de uma política de gestão de conflitos de interesses, adequada à sua dimensão e organização e à natureza, extensão e complexidade da sua actividade, que preveja:

- a) Procedimentos eficazes para impedir ou controlar a troca de informações entre colaboradores;
- b) Uma fiscalização distinta dos colaboradores envolvidos na prestação de serviços a clientes;
- c) A eliminação de qualquer relação directa entre as remunerações de colaboradores envolvidos em actividades susceptíveis de originar conflitos de interesses;
- d) A adopção de medidas destinadas a impedir ou a limitar qualquer pessoa de exercer uma influência inadequada sobre o modo como um colaborador exerce a sua actividade;
- e) A adopção de medidas destinadas a impedir o envolvimento simultâneo ou sequencial de um colaborador em diferentes actividades.

Esta política deve obrigatoriamente contemplar um conjunto de situações de potencial conflito previstas na lei.

O intermediário financeiro deve, igualmente, estabelecer e manter actualizado um registo relativo aos serviços susceptíveis de comportarem conflitos de interesses potencialmente prejudiciais aos interesses de um ou vários clientes.

²⁴

Projecto de transposição em consulta:

Os princípios gerais aplicáveis aos conflitos de interesses constam do artigo 309.º do CVM, o qual é concretizado nos artigos 24.º a 27.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

²⁴ Arts. 13.º e 18.º da DMIF e arts. 21.º a 25.º da Directiva de execução.

As recomendações de investimento

Dos intermediários financeiros que produzem ou divulgam recomendações de investimento são exigíveis requisitos organizacionais adicionais vocacionados para promover a independência e a objectividade daquelas recomendações.

Os intermediários financeiros nesta circunstância devem adoptar procedimentos destinados a, nomeadamente, assegurar que os colaboradores envolvidos naquela actividade não realizem determinadas transacções em nome pessoal, não recebam benefícios ilegítimos de quem tenha interesse significativo na recomendação ou não permitam que os emitentes ou outros colaboradores tenham acesso à recomendação, antes da sua divulgação.²⁵

Projecto de transposição em consulta:

Esta matéria encontra-se regulada no artigo 27.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

3.4. A subcontratação de serviços de investimento e de funções importantes

A DMIF impõe determinadas condições aos intermediários financeiros que pretendam subcontratar funções que sejam consideradas “essenciais”, pois uma falha ou insucesso do seu exercício prejudica significativamente o cumprimento dos seus deveres, os seus resultados financeiros, a sua solidez ou a continuidade dos seus serviços e actividades de investimento.

Em caso algum pode a subcontratação ser feita de molde a prejudicar a qualidade da função de *compliance* ou a capacidade da autoridade competente controlar o cumprimento dos deveres que recaem sobre a entidade subcontratante.²⁶

O intermediário financeiro deve tomar as medidas adequadas para evitar que a subcontratação das funções não se traduza num aumento do risco operacional. Assim, num cenário de subcontratação i) o intermediário financeiro mantém-se responsável pelo cumprimento dos seus deveres, ii) a responsabilidade do órgão de administração não pode ser delegada, iii) não é alterada nem a relação nem os deveres do intermediário financeiro perante os seus clientes, e iv) não podem ser comprometidas as condições com base nas quais o intermediário financeiro obteve a sua autorização.

O regime constante da Directiva de execução prevê ainda condições aplicáveis ao processo de selecção e controlo das entidades subcontratadas, incluindo quando estas estejam localizadas em países não pertencentes à União Europeia.²⁷

²⁵ Arts. 19.º, n.º 2 e 13.º, n.º 3 da DMIF e art. 25.º da Directiva de execução.

²⁶ Art. 13.º, n.º 5 da DMIF.

²⁷ Art. 13.º, n.º 5 da DMIF e arts. 13.º a 15.º da Directiva de execução.

Projecto de transposição em consulta:

Os princípios gerais e condições aplicáveis à subcontratação de serviços de investimento e de funções importantes estão regulados nos artigos 309.º-A do CVM e 29.º a 34.º do decreto-lei de regulamentação do CVM. Uma vez que esta figura é já reconhecida, o regime aqui previsto considera, igualmente, as disposições presentemente constantes do Regulamento da CMVM n.º 12/2000.

3.5. Conservação de registos

Dada a sua importância para a supervisão prosseguida pela autoridade competente, a DMIF inclui também normas sobre a conservação de registos, em especial, os relativos às transacções efectuadas, por conta de clientes ou por conta própria, pelos intermediários financeiros.

Os registos devem ser guardados por um prazo mínimo de 5 anos, em suporte duradouro, cumprindo determinados critérios de segurança, e devendo satisfazer as seguintes exigências: i) permitir às autoridades de supervisão a reconstituição de cada etapa importante do ciclo das transacções; ii) permitir uma verificação fácil do conteúdo de eventuais correcções ou modificações efectuadas aos registos prévios; e iii) evitar os riscos de manipulação ou alteração.²⁸

Projecto de transposição em consulta:

Além dos princípios gerais constantes dos artigos 307.º e 308.º do CVM, os artigos 17.º e 65.º do decreto-lei de regulamentação do CVM incluem, igualmente, normas sobre a matéria.

4. DEVERES GERAIS DE CONDUTA HARMONIZADOS

Em sede de deveres gerais de conduta, a maior novidade é o grau de detalhe e harmonização no tratamento, na Directiva de execução, dos princípios gerais já constantes do artigo 11.º da DSI.

Tenha-se, porém, presente que as especiais exigências de protecção previstas naquela Directiva são, em grande parte dos casos, apenas aplicáveis na prestação de serviços a clientes considerados não profissionais, segundo os critérios expressamente previstos na DMIF.

4.1. A classificação de clientes e o dever de adopção de políticas internas sobre esta matéria

A DMIF distingue, para efeitos de aplicação de um nível de protecção mais ou menos elevado, os clientes não profissionais, os clientes profissionais e as contrapartes elegíveis. Esta distinção é acompanhada pela consagração dos deveres dos intermediários financeiros adoptarem políticas e procedimentos internos e informarem os seus clientes da sua classificação e, se aplicável, da possibilidade de ser solicitado tratamento diferenciado.

²⁸ Arts.13.º, n.º 6 da DMIF, art. 51.º da Directiva de execução, e arts. 6.º e 7.º do Regulamento de execução.

Cientes não profissionais

A categoria de clientes não profissionais, que beneficia do mais elevado nível de protecção, é definida por referência à não verificação de qualquer dos requisitos que caracteriza os clientes profissionais.²⁹

Em caso de verificação dos requisitos exigidos, os clientes não profissionais podem dar instruções ao seu intermediário financeiro para serem tratados como clientes profissionais “mediante pedido”.

Cientes profissionais

A DMIF considera cliente profissional aquele que “dispõe da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre”.³⁰

São definidos os clientes profissionais:

- a) “por natureza”: os que equivalem às entidades normalmente consideradas investidores institucionais, como instituições de crédito, empresas de investimento, empresas de seguro, sociedades gestoras de organismos de investimento colectivo, *inter alia*. Aqui se incluem também os governos nacionais ou regionais, os organismos públicos que gerem a dívida pública nacional, os bancos centrais, assim como grandes empresas que cumpram determinados critérios;
- b) “mediante pedido”: todos os outros clientes, à partida elegíveis para serem tratados como clientes não profissionais, podem, se cumprirem determinados critérios, requerer o tratamento como cliente profissional “mediante pedido”, renunciando assim ao benefício de uma parte substancial da protecção que lhes é conferida.

Pedido de tratamento como cliente profissional

A mudança do tratamento conferido a um cliente não profissional não significa que este possua um conhecimento ou uma experiência comparáveis às dos clientes profissionais “por natureza”, mas antes que é capaz de compreender os riscos aos quais se expõe e de tomar decisões de investimento fundamentadas na avaliação desses riscos.

Assim, perante um pedido de tratamento como profissional, o intermediário financeiro deve recusá-lo caso não sejam observados pelo menos dois dos seguintes critérios:

- a) durante o ano, o cliente ter efectuado em média dez transacções por trimestre;
- b) o valor da carteira de instrumentos financeiros do cliente ser superior à 500.000 euros (incluindo depósitos bancários);
- c) o cliente ter ocupado durante um ano, ou ocupar, um cargo no sector financeiro.

²⁹ Art. 4.º, n.º 1, 12) da DMIF.

³⁰ Art. 4.º, n.º 1, 11) e Anexo II da DMIF.

No pedido dirigido, por escrito, ao intermediário financeiro, o cliente deve indicar se pretende ser sempre tratado como cliente profissional, ou apenas relativamente a determinados serviços, produtos ou transacções específicas.

Pedido de tratamento como cliente não profissional

Por seu turno, os clientes elegíveis para ser tratados como profissionais têm a possibilidade de abdicar do seu estatuto, de forma a beneficiarem de um nível de protecção mais elevado, por aplicação do regime dos clientes não profissionais.

Contrapartes elegíveis

Com o menor nível de protecção encontram-se as chamadas contrapartes elegíveis. Estas são entidades com quem os intermediários financeiros efectuam transacções, em que nem lhes é exigido respeitar os deveres que seriam aplicáveis se a transacção fosse realizada para um cliente profissional, como os deveres de informação ou de execução nas melhores condições.

A DMIF distingue as contrapartes elegíveis:

- a) definidas pela própria Directiva quadro: novamente, as que equivalem às entidades normalmente consideradas investidores institucionais;³¹
- b) cuja classificação depende do direito interno de cada Estado-membro: as empresas que cumpram determinados critérios e que tenham dado o seu acordo em relação ao tratamento como tal.³²

As contrapartes elegíveis podem solicitar, numa base casuística ou no âmbito de um acordo geral, tratamento como clientes profissionais ou não profissionais.

Projecto de transposição em consulta:

Em harmonia com a terminologia adoptada desde a transposição da Directiva dos Prospectos, o enquadramento dos clientes profissionais e não profissionais à luz da DMIF é prosseguido, no projecto de transposição desta, através da assimilação destes aos investidores qualificados e não qualificados. Assim, os clientes profissionais “por natureza” são os que constam do artigo 30.º do CVM. Por seu turno, os requisitos e procedimentos para a obtenção de um tratamento diferenciado são regulados nos artigos 70.º a 74.º do projecto de regulamentação do CVM, cujo artigo 75.º trata da matéria das contrapartes elegíveis.

³¹ Art. 24.º, n.º 2 da DMIF.

³² Art. 24.º, n.º 3 da DMIF.

4.2. Dever geral de actuação honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes

Sobre os intermediários financeiros recai um dever geral de agir em defesa dos interesses dos clientes, de forma honesta, equitativa e profissional, no qual se baseiam os (mais específicos) deveres relativos a benefícios não pecuniários, de prestação de informação sobre diversas matérias, de correcção e clareza dessa informação, de conhecimento do cliente e de adequação da operação em causa, em função desse mesmo conhecimento.³³

4.3. Deveres de informação

A DMIF e, em especial, a Directiva de execução prevêem, com grande detalhe, a informação que os intermediários financeiros devem prestar aos seus clientes actuais e potenciais.

A todos os clientes deve ser prestada informação sobre o próprio intermediário financeiro, os serviços prestados, os instrumentos financeiros e as estratégias de investimento propostas, as infra-estruturas de execução de ordens utilizadas e os custos associados, que lhes permita a tomada fundamentada das suas decisões de investimento.

O exacto conteúdo da informação a prestar depende da natureza do cliente (não profissional ou profissional). Com efeito, a maioria das normas que, na Directiva de execução, impõem deveres de informação aplicam-se, exclusivamente, quando o cliente é não profissional. De entre estas, destacam-se as disposições que determinam os concretos elementos informativos a transmitir ao cliente sobre o intermediário financeiro e sobre a protecção conferida aos instrumentos financeiros detidos em seu nome, bem como os elementos a incluir nos extractos sobre a execução de transacções ou relativos à gestão de carteiras.

Projecto de transposição em consulta:

O enunciado das matérias relativamente às quais deve ser prestada informação pré contratual mantém-se no artigo 312.º do CVM. O meio de prestação da informação e a indicação dos concretos elementos informativos a transmitir sobre cada matéria constam dos artigos 3.º, n.ºs 2 a 4 e 42.º a 48.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

4.4. Forma escrita do contrato de intermediação financeira

De acordo com a DMIF, com excepção da consultoria para investimento, a prestação de qualquer serviço de investimento a um cliente que seja considerado não profissional, exige a celebração de contrato escrito.³⁴

³³ Art. 19.º, n.º 1 da DMIF.

³⁴ Artigo 39.º da Directiva de execução.

Projecto de transposição em consulta:

A adopção de obrigatoriedade de forma escrita para contratos celebrados com investidores não qualificados encontra-se reflectida no artigo 321.º, n.º 1 do CVM. Por seu turno, o novo artigo 321.º-A enuncia o conteúdo mínimo destes contratos.

4.5. Dever de conhecer o cliente e de apreciar o carácter adequado da operação solicitada

Além do dever dos intermediários financeiros se informarem sobre a situação financeira dos seus clientes, bem como sobre a sua experiência em matéria de investimentos e os seus objectivos (o chamado princípio *know your customer* já previsto na DSI), a DMIF exige que o intermediário seja chamado a ter em conta essa informação para determinar qual a transacção mais adequada ao cliente (*suitability test*).

Não obstante, de forma a evitar que o cumprimento deste dever possa implicar custos injustificados e desadequado em face do pedido concreto do cliente (nomeadamente, quando este apenas solicita a inserção de ordens no sistema), a DMIF prevê três níveis de exigência distintos:

- a) O *suitability test* aplica-se na prestação dos serviços de consultoria para investimento e de gestão de carteiras. Na ausência de prestação, pelo cliente, de informação sobre os seus conhecimentos e experiência, situação financeira e objectivos de investimento, o intermediário não pode prestar o serviço;
- b) A obtenção de qualquer informação e a subsequente apreciação do carácter adequado da operação não são exigíveis na prestação exclusiva do serviço de execução de ordens e/ou de recepção e transmissão (*execution-only*), desde que:
 - i. a transacção diga respeito a instrumentos financeiros considerados não complexos, nos termos previstos na Directiva de execução;³⁵
 - ii. o serviço seja prestado por iniciativa do cliente;
 - iii. o cliente tenha conhecimento da actuação exigível do intermediário financeiro nestas circunstâncias e seja informado de eventuais conflitos de interesses.
- c) Em todas as outras situações, o intermediário financeiro só é obrigado a solicitar informações sobre os conhecimentos e a experiência do cliente (*appropriateness test*) e, na ausência de tais informações, não deixa de poder prestar o serviço, ainda que tenha que previamente, informar o cliente da impossibilidade de apreciar a sua adequação.³⁶

³⁵ Art. 38.º da Directiva de execução.

³⁶ Considerando (30) e art. 19.º, n.ºs 4 a 6 da DMIF e arts. 35.º a 38.º da Directiva de execução.

Projecto de transposição em consulta:

Esta matéria é regulada no artigo 304.º, n.º 3 do CVM, ao nível do princípio geral, o qual é regulamentado nos artigos 49.º a 54.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

4.6. O princípio da execução nas melhores condições

Critérios a considerar

Tendo presente a abolição da regra da concentração e, assim, a presunção de que a ordem executada em mercado regulamentado é que a mais beneficia o cliente (cf. III.1.), o desenvolvimento do princípio da execução nas melhores condições (*best execution*) obriga os intermediários financeiros a adoptarem as medidas necessárias para proporcionar ao cliente o melhor resultado possível, aquando da execução das suas ordens, independentemente do instrumento financeiro em causa.

Para o efeito, a DMIF exige a consideração de diversos factores: o preço, os custos, a rapidez de execução, a probabilidade de execução e de liquidação, a natureza da ordem, *inter alia*. Tratando-se de investidores não profissionais, o melhor resultado possível será aferido em termos de contrapartida pecuniária global, isto é, considerando o preço do instrumento financeiro e todos os custos respeitantes à sua execução.

Por seu turno, a Directiva de execução, por um lado, estabelece os critérios para determinar a importância relativa dos diferentes factores e, por outro lado, determina a forma como este princípio é aplicável em casos específicos, nomeadamente em relação aos serviços de gestão de carteiras e de recepção e transmissão de ordens, quando as entidades que prestem estes serviços não estejam habilitadas a executar directamente as ordens dos seus clientes.³⁷

A política de execução de ordens

Além da indicação dos critérios a considerar, a principal novidade da DMIF é a consagração do dever dos intermediários financeiros adoptarem uma política de execução de ordens. Esta política prevê a forma como aqueles se propõem executar as ordens de clientes, mencionando, para cada tipo de instrumentos financeiros, as infra-estruturas de execução seleccionadas para permitir obter o melhor resultado possível e a justificação dessa escolha.

Os clientes devem ser informados da política de execução de ordens e com ela concordarem. Sempre que a mesma preveja que as ordens possam vir a ser executadas fora de mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral (em especial, mediante internalização sistemática), o intermediário financeiro tem de obter o consentimento prévio do cliente para poder executar as ordens deste. Se o cliente assim o solicitar, o intermediário deve ter meios de demonstrar que uma determinada ordem foi executada de acordo com a política comunicada ao cliente.

³⁷ Arts. 21.º da DMIF e arts. 44.º e 45.º da Directiva de execução.

Na medida em que o respeito pelo dever de execução de ordens nas melhores condições é avaliado à luz da política de execução, o intermediário financeiro é obrigado a reavaliá-la, pelo menos numa base anual, por forma a apurar se as infra-estruturas de negociação ali previstas continuam a ser as que permitem obter o melhor resultado possível.

A este nível, à autoridade de supervisão compete verificar se os intermediários financeiros definem uma política de execução que garante o propósito para a qual é exigida e se a aplicam adequadamente.

Projecto de transposição em consulta:

Esta matéria é regulada no artigo 330.º do CVM (cuja redacção actual prevê já a execução “nas melhores condições que o mercado viabilize”), o qual é regulamentado nos artigos 67.º a 69.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

4.7. Tratamento das ordens de clientes

4.7.1. Execução de ordens de modo sequencial e célere

Além do dever de execução nas melhores condições, a DMIF exige que os intermediários financeiros disponham de procedimentos que permitam um tratamento tempestivo, equitativo e expedito das ordens dos seus clientes. Assim, as ordens comparáveis devem ser executadas segundo a ordem da sua recepção.³⁸

4.7.2. Agregação e afectação de ordens

Ainda ao nível do tratamento de ordens de clientes, além de ser exigida a adopção de uma política relativa à agregação (e posterior afectação) da execução de ordens de diversos clientes ou de ordens de clientes com operações realizadas por conta própria, exige-se que, em qualquer caso, a agregação não seja prejudicial a qualquer cliente e este seja informado da política de afectação de ordens.

Quando o que esteja em causa seja a afectação de uma agregação de ordens de clientes com operações do próprio intermediário que tenha sido executada parcialmente, o princípio geral adoptado é o da afectação prioritária ao cliente.³⁹

Projecto de transposição em consulta:

Os princípios gerais aplicáveis estão previstos no artigo 328.º do CVM, o qual é regulamentado nos artigos 60.º a 64.º do decreto-lei de regulamentação do CVM.

³⁸ Art. 22.º n.º 1 da DMIF e 47.º da Directiva de execução.

³⁹ Arts. 48.º e 49.º da Directiva de execução.

III. A NOVA ORGANIZAÇÃO DA NEGOCIAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS

1. TRÊS FORMAS ORGANIZADAS DE NEGOCIAÇÃO

Em resposta à maior proximidade entre os serviços prestados pelos mercados e pelos intermediários financeiros, resultante do surgimento de sistemas de negociação alternativos e do crescente volume de ordens executadas internamente pelos intermediários financeiros, a DMIF reconhece e regula, a par dos mercados regulamentados, duas outras formas organizadas de negociação:

- a) os sistemas de negociação multilateral (SNM), e
- b) a possibilidade dos intermediários financeiros não dirigirem as ordens de clientes para um mercado regulamentado ou um sistema de negociação multilateral, mas procederem à sua execução contra a sua própria carteira, de forma organizada, regular e sistemática.

Por outras palavras, é abolida a chamada regra da concentração, deixando os Estados de poder exigir que as operações relativas a valores mobiliários admitidos em mercado regulamentado sejam apenas executadas nos mesmos.

40

Projecto de transposição em consulta:

O Título IV do CVM, cujo título passa a “Negociação”, foi reestruturado de acordo com esta nova lógica de organização dos mercados de instrumentos financeiros. Após um capítulo inicial relativo ao âmbito de aplicação, o capítulo II contém, dada a sua proximidade funcional, o regime comum aplicável a mercados regulamentados e SNM, bem como as normas exclusivamente aplicáveis aos primeiros. No capítulo III é regulada a internalização sistemática.

2. MERCADOS REGULAMENTADOS

2.1. Um regime jurídico comunitário

Ao contrário da DSI, que se limita a remeter para o direito nacional a regulação dos mercados regulamentados notificados por cada Estado à Comissão Europeia, a DMIF inclui disposições aplicáveis à organização dos mercados regulamentados e às entidades que os gerem, contribuindo, assim, para uma maior harmonização destes.

Os mercados regulamentados são definidos como sistemas multilaterais, geridos por uma entidade gestora de mercado, que asseguram ou facilitam o encontro, dentro do próprio sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias, de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros. Os mercados regulamentados estão sujeitos a autorização, devem funcionar regularmente e respeitar os requisitos previstos na DMIF.⁴¹

⁴⁰ Presentemente prevista no art. 330.º, n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários.

⁴¹ Art. 4.º, n.º 1, 14) e Título III da DMIF.

Projecto de transposição em consulta:

O conceito de mercado regulamentado, a sua sujeição a registo e os requisitos aplicáveis à sua entidade gestora constam dos artigos 199.º, 202.º e 203.º do CVM, o último dos quais remetendo para o Regime Jurídico das SGMR.

2.2. Idoneidade dos dirigentes e accionistas

À semelhança dos requisitos aplicáveis a intermediários financeiros, e tendo presente que grande parte dos Estados exigem já requisitos similares, a DMIF uniformiza os requisitos de idoneidade de dirigentes de entidades gestoras de mercados regulamentados e dos seus accionistas em posição de exercer uma influência significativa sobre a gestão do mercados regulamentados.⁴²

Projecto de transposição em consulta:

Os requisitos de idoneidade são regulados nos artigos 10.º e 17.º do Regime Jurídico das SGMR.

2.3. Novas regras de acesso à qualidade de membro de mercados regulamentados

A DMIF exige que os mercados regulamentados estabeleçam regras transparentes e não discriminatórias, baseadas em critérios objectivos, que regulem o acesso ao mercado e à qualidade de membro deste.⁴³

O acesso ao mercado – determinado pela entidade gestora do mesmo – não é reservado a qualquer tipo de entidade, sendo antes fixado segundo critérios gerais. Assim, além de intermediários financeiros, podem ser admitidas outras pessoas que i) sejam idóneas, ii) tenham capacidade e competência de negociação; iii) disponham de uma organização adequada e iv) disponham de recursos adequados para garantir a adequada liquidação das transacções.

Além dos critérios de acesso, as regras do mercado regulamentado devem especificar os deveres, aplicáveis aos seus membros, designadamente os decorrentes da constituição e gestão do mercado regulamentado, das normas especialmente aplicáveis aos colaboradores dos membros e das normas e procedimentos para a compensação e a liquidação das transacções ali concluídas.

Projecto de transposição em consulta:

As disposições relevantes sobre esta matéria são os artigos 206.º, 209.º e 224.º do CVM.

⁴² Arts 37.º e 38.º da DMIF.

⁴³ Art. 42.º da DMIF.

2.4. Controlo do cumprimento das regras

O dever de estabelecimento de regras relativas ao acesso ao mercado e à qualidade de membro deste é acompanhada pelo dever de estabelecimento de mecanismos e procedimentos eficazes para o controlo do cumprimento daquelas regras. Prevê-se, expressamente, que os mercados regulamentados devem controlar as transacções efectuadas através do seu sistema de forma a detectar infracções a essas regras, situações de negociação anormal ou condutas susceptíveis de implicar um abuso de mercado.⁴⁴

Projecto de transposição em consulta:

O dever de fiscalização das transacções está previsto no artigo 211.º do CVM e a conduta a actuar na defesa do mercado no artigo 30.º do Regime Jurídico das SGMR.

2.5. Requisitos de organização

O novo regime comunitário dos mercados regulamentados inclui, igualmente, requisitos organizativos relativos designadamente à gestão de conflitos de interesses, à gestão de riscos e à suficiência de recursos financeiros para permitir o seu funcionamento ordenado.⁴⁵

Projecto de transposição em consulta:

As novas exigências comunitárias são transpostas, em especial, pelo disposto nos artigos 27.º, 28.º, 35.º a 37.º do Regime Jurídico das SGMR.

2.6. Admissão à negociação de instrumentos financeiros

Ao nível dos requisitos de admissão, a DMIF exige que os mercados regulamentados:

- disponham de regras claras e transparentes relativas à admissão à negociação de instrumentos financeiros (as quais devem assegurar que estes são negociados de forma equitativa, ordenada e eficiente e cumprir as coordenadas detalhadamente previstas no Regulamento de execução da DMIF⁴⁶) e que verifiquem o contínuo cumprimento das regras de admissão;⁴⁷
- tendo presente que a admissão a mercado regulamentado é o pressuposto de aplicação da legislação comunitária em causa, estabeleçam mecanismos eficazes para verificar se os emitentes cumprem os seus deveres de prestação de informação inicial (prospecto), permanente, (transparência) e privilegiada (abuso de mercado);

⁴⁴ Art. 43.º da DMIF.

⁴⁵ Art. 39.º da DMIF.

⁴⁶ Art. 40.º da DMIF e arts. 35.º a 39.º do Regulamento de execução.

⁴⁷ Art. 40.º da DMIF.

- e estabeleçam mecanismos eficazes para facilitar o acesso à informação assim divulgada sobre os instrumentos financeiros admitidos à negociação no seu sistema.

Projecto de transposição em consulta:

Os especiais deveres no âmbito da admissão à negociação estão reflectidos nos artigos 205.º, 209.º, n.º 1, a), 212º, n.º1, a), e 227.º a 232.º do CVM.

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

2.7. Suspensão e exclusão da negociação

De acordo com a DMIF, as entidades gestoras de mercado regulamentado podem suspender ou excluir um instrumento financeiro da negociação sempre que este tenha deixado de satisfazer as regras do mercado regulamentado tendo, porém, presente os eventuais prejuízos para os investidores ou para o funcionamento do mercado. A sua decisão deve ser tornada pública.

Por sua vez, é conferido poder às autoridades de supervisão de, na sequência de uma suspensão ou exclusão da negociação num certo mercado regulamentado, estenderem esse efeito a todos os mercados regulamentados ou sistemas de negociação multilateral onde o mesmo instrumento financeiro seja negociado.

Seguindo a mesma lógica de raciocínio, sempre que uma autoridade de supervisão ordenar a suspensão ou a exclusão da negociação de um instrumento financeiro deve comunicar a sua decisão às autoridades dos outros Estados-membros, as quais devem replicar essa ordem nos mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral que funcionem sob a sua autoridade (a menos que tal seja susceptível de prejudicar os interesses dos investidores ou o funcionamento do mercado).

Na prática, em caso de admissão de um mesmo instrumento financeiro em mercado regulamentado e/ou sistema de negociação multilateral de diferentes Estados, a CMVM, quando tiver tido notícia da sua suspensão ou exclusão numa outra praça europeia que o tenha também admitido, terá que ponderar a suspensão ou a exclusão desse instrumento financeiro dos mercados regulamentados a funcionar em Portugal.

Projecto de transposição em consulta:

A suspensão e a exclusão de instrumentos financeiros da negociação está reguladas nos artigos 213.º a 215.º do CVM.

3. SISTEMAS DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL

3.1. Actividade de investimento e proximidade funcional dos mercados regulamentados

Ocupando o lugar até agora desempenhado pelos *alternative trading systems* (ATSS), o sistema de negociação multilateral é definido na DMIF como um sistema multilateral, gerido por um intermediário financeiro ou uma entidade gestora de mercado, que permite, dentro do próprio sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias, o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias.⁴⁸

No confronto com a noção de mercado regulamentado resulta patente a proximidade funcional entre estes e aqueles sistemas. Contudo, a DMIF enquadra a gestão de sistemas de negociação multilateral na lista das actividades e serviços de investimento que podem ser exercidos por intermediário financeiro, sujeitando aquela actividade ao regime destes. Assim, sempre que um sistema de negociação multilateral seja gerido por uma entidade gestora de mercado regulamentado, são aplicáveis a esta os requisitos exigidos aos intermediários financeiros autorizados a exercer aquela actividade.

Os requisitos previstos na DMIF aplicam-se a todos os SNM, independentemente dos instrumentos financeiros negociados.

Projecto de transposição em consulta:

Na transposição desta figura para o direito nacional, optou-se por reservar o exercício da actividade de gestão de sistemas de negociação multilateral a instituições de crédito, sociedades financeiras de corretagem, sociedade gestoras de sistemas de negociação multilateral (um novo tipo de empresa de investimento cujo objecto exclusivo é o exercício desta actividade) e entidades gestoras de mercado regulamentado.

O novo Regime Jurídico das SGMR construído de forma a habilitar as entidades gestoras de mercados regulamentados a gerir um sistema de negociação multilateral sem necessidade de apreciação adicional do cumprimento dos requisitos previstos na DMIF para o exercício desta actividade de investimento.

Assim, o conceito de sistema de negociação multilateral, a sua sujeição a registo e a determinação das entidades habilitadas a gerir estes sistemas constam dos artigos 200.º, 202.º e 203.º do CVM, o último dos quais remetendo para o Regime Jurídico das SGMR e para os regimes particulares de cada tipo de intermediário financeiro.

⁴⁸ Art. 4.º, n.º 1, 15) e Título III da DMIF.

3.2. Idoneidade e outros requisitos organizativos

Tendo presente a definição de sistema de negociação multilateral, o seu regime decorre das suas principais características: a qualificação da sua gestão como serviço ou actividade de investimento e a sua semelhança funcional com os mercados regulamentados (quanto à multilateralidade e ao funcionamento segundo regras não discricionárias).

Assim, por via da sua qualificação como actividade de investimento, são, em abstracto, aplicáveis à gestão de sistema de negociação multilateral, os requisitos gerais de organização aplicáveis a intermediários financeiros. Por outro lado, a sua proximidade aos mercados regulamentados dita a aplicação do dever de adopção de regras transparentes e não discriminatórias relativas ao acesso ao sistema e aos deveres que daí decorrem para os seus membros, bem como o dever de fiscalização de transacções, o dever de facilitar a liquidação das operações e a sujeição a ordens da autoridade de supervisão quanto à suspensão ou exclusão da negociação de instrumentos financeiros que estejam simultaneamente admitidos à negociação em mercado regulamentado.⁴⁹

Projecto de transposição em consulta:

Sobre estas matérias vejam-se, em especial, os artigos 10.º, 17.º, 27.º, 28.º, 30.º, 35.º a 38.º do Regime Jurídico das SGMR (quando o sistema seja gerido por uma sociedade com este objecto exclusivo ou por uma entidade gestora de mercado regulamentado) e 205.º, 206.º, 209.º, 211.º, 293.º, n.º 2, f) e 295.º, n.º 2 do CVM.

3.3. Selecção para negociação em sistema de negociação multilateral

Um dos aspectos em que o regime dos sistemas de negociação multilaterais se distancia dos mercados regulamentados é o relativo à divulgação e controlo de informação sobre os instrumentos ali negociados.

Ao contrário da admissão em mercado regulamentado, a negociação em sistema de negociação multilateral não implica a prestação, pelo emitente dos instrumentos financeiros em causa, da informação exigida nas Directivas dos Prospectos, Transparência e Abuso de mercado. Neste contexto, a entidade que gere o sistema de negociação multilateral tem o dever de disponibilizar informação adequada sobre os instrumentos financeiros negociados ou, de qualquer outro meio, certificar-se da sua disponibilidade pública.⁵⁰

Projecto de transposição em consulta:

Este dever consta do artigo 212.º, n.ºs 1 e 2, do CVM.

⁴⁹ Art. 14.º da DMIF.

⁵⁰ Art. 14.º, n.º 3 da DMIF.

4. EXECUÇÃO FORA DE MERCADO REGULAMENTADO E DE SISTEMA DE NEGOCIAÇÃO MULTILATERAL

Na medida em que a execução fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral é realizada ou por intermediários financeiros (que se encontrem, no mínimo, autorizados a exercer as actividades de execução de ordens por conta de clientes e negociação por conta própria), ou em circunstâncias em que a DMIF não é aplicável⁵¹, as normas especificamente destinadas à sua regulação reconduzem-se aos deveres de prestação de informação pré e pós negociação.

Nesta sede, antecipa-se que os deveres de informação pré negociação são apenas aplicáveis aos intermediários financeiros que sejam “internalizadores sistemáticos”, i.e. os intermediários financeiros que, negociando por conta própria, executam ordens de clientes, de modo organizado, frequente e sistemático, de modo a que essa actividade:

- a) tenha um papel comercial relevante para o intermediário financeiro e seja realizada de acordo com procedimentos e regras não discricionários;
- b) seja realizada pelos seus colaboradores ou através de um sistema técnico automatizado, afectado para o efeito;
- c) esteja à disposição dos clientes numa base regular ou contínua.⁵²

Projecto de transposição em consulta:

As normas relativas à internalização sistemática encontram-se no capítulo II do título VI do CVM (artigos 252.º e segs). Na sua maioria são normas de referência para o Regulamento de execução, onde esta matéria é exaustivamente regulada.

5. ACESSO E DIREITO DE DESIGNAÇÃO DOS SISTEMAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO

Além do direito de acesso, directo ou remoto, aos mercados regulamentados situados em outros Estados-membros já previsto na DSI, a DMIF prevê o direito de acesso das empresas de investimento a sistemas de contraparte central, compensação e liquidação situados em Estado diferente do daquelas empresas.⁵³

Por seu turno, asseguradas as devidas conexões, os mercados regulamentados são obrigados a permitir que os respectivos membros escolham o sistema de liquidação aplicável às transacções efectuadas nesse mercado.⁵⁴

⁵¹ Art. 2.º, n.º 1 da DMIF.

⁵² Arts. 4.º, n.º 1, 7) da DMIF e art. 21.º, n.º 1 do Regulamento de execução.

⁵³ Art. 34.º, n.º 1 da DMIF,

⁵⁴ Art. 34.º, n.º 2 da DMIF,

Neste cenário, os Estados membros não podem impedir que os mercados regulamentados ou os sistemas de negociação multilateral por si autorizados utilizem sistemas de contraparte central, câmaras de compensação ou sistemas de liquidação situados em outro Estado.⁵⁵

⁵⁵ Art. 35.º da DMIF,

IV. TRANSPARÊNCIA NO MERCADO ACCIONISTA

O reconhecimento, além dos mercados regulamentados, de outras infra-estruturas de negociação organizada consideradas igualmente credíveis, ou, por outras palavras, a supressão da chamada regra da concentração, obrigou ao estabelecimento de outros expedientes que garantissem os objectivos até agora prosseguidos por esta regra, a saber: a não fragmentação das ordens, a manutenção da liquidez e a eficiência do processo de formação dos preços.

No cenário pós DMIF, estes propósitos são acautelados, em conjunto com a sujeição dos intermediários financeiros ao dever de execução nas melhores condições (cf. II.4.6.), pela pública comparabilidade das ofertas e dos preços em cada infra-estrutura de negociação, alcançável através do estabelecimento de um regime muito exaustivo e coerente de divulgação de informação pré e pós negociação.

Independentemente da infra-estrutura utilizada, os deveres de informação previstos na Directiva apenas são exigidos em relação a ofertas ou transacções sobre acções que se encontrem admitidas à negociação em mercado regulamentado, uma vez que, neste momento, é ao nível do mercado accionista europeu que a DMIF se propõe aprofundar a concorrência e a integração.

No entanto, os Estados-membros podem determinar a extensão do âmbito de aplicação daqueles deveres a quaisquer outros instrumentos financeiros. Por outro lado, a DMIF obriga a Comissão Europeia a preparar um relatório sobre a possível extensão dos deveres de transparência a transacções noutros instrumentos financeiros tendo, aquela, para este efeito, realizado já uma consulta pública e solicitado ao CESR o respectivo parecer.⁵⁶

Projecto de transposição em consulta:

Os deveres de transparência pré e pós negociação encontram-se previstos nos artigos 200.º, n.º 2, 222.º, 253.º e 313.º-A do CVM, os quais remetem para o Regulamento de execução, onde a matéria é tratada de modo exaustivo.

Tal como decorre da DMIF, os deveres previstos no CVM são apenas aplicáveis a operações sobre acções admitidas à negociação em mercado regulamentado. Porém, foi inserida uma norma que habilita a CMVM, através de regulamento, a estender a aplicabilidade daqueles deveres a outros instrumentos financeiros.

⁵⁶ Art. 65.º, n.º da DMIF. O documento de consulta, o documento de resposta ao mesmo e o pedido de parecer técnico solicitado ao CESR estão disponíveis no endereço http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_reports_en.htm.

1. DEVERES DE INFORMAÇÃO PRÉ NEGOCIAÇÃO

1.1. Mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral

Como sucede ao nível de outros aspectos do seu regime jurídico, a proximidade funcional entre mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral é, igualmente, determinante ao nível dos deveres de divulgação de informação pré negociação, os quais dependem de acordo com o sistema utilizado:⁵⁷

Tipo de sistema	Informação a divulgar
<u>Sistema com base numa carteira de ordens (order book):</u>	As cinco melhores ofertas de preços de compra e de venda e os respectivos número de acções e de ordens.
<u>Sistema baseado nas ofertas de preços (quote driven):</u>	A melhor oferta de preços de compra e de venda por cada criador de mercado e respectivos volumes.
<u>Sistema por leilão periódico:</u>	O preço em que o sistema otimiza o volume potencialmente transaccionável.
<u>Sistemas híbridos:</u>	Informações equivalentes e adequadas em relação ao nível de ordens ou de ofertas de preços e do interesse de negociação.

A DMIF prevê a possibilidade de as autoridades competentes concederem dispensas do cumprimento do dever de divulgação de informação pré negociação baseadas no modelo de mercado e no tipo de ordem ou de transacção⁵⁸.

1.2. Internalização sistemática

Ainda que todos os intermediários financeiros que negociem fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral estejam sujeitos a deveres de informação sobre operações (pós negociação), os deveres de informação sobre ofertas de preços (pré negociação) são aplicáveis a internalizadores sistemáticos, tal como definidos em III.4.

Tendo presente que esta actividade implica uma assunção de responsabilidade pelo internalizador sistemático, inexistente no caso dos mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral, os requisitos fixados para este efeito não são idênticos aos aplicáveis àqueles.

⁵⁷ Arts 29.º e 44.º da DMIF e 17.º e Anexo II, Tabela 1 do Regulamento de execução

⁵⁸ Arts 29.º, n.º 2 e 44.º, n.º 2 da DMIF e arts. 18.º a 20.º do Regulamento de execução.

Dever de divulgar preços firmes

Os internalizadores sistemáticos, numa determinada categoria de acção admitida à negociação em mercado regulamentado, são obrigados a divulgar de modo regular, contínuo e de forma facilmente acessível, sempre que o volume da transacção não seja superior ao “volume normal de mercado”, os preços (firmes) a que se propõem negociar aquelas acções, se e quando para as quais existir um mercado líquido, o que sucede se:

- a) a acção for negociada numa base diária;
- b) o volume em circulação corresponder a um montante igual ou superior a € 500.000.000;
- c) e em relação a indicadores diários, o número médio de transacções seja igual ou superior a 500 ou o seu volume seja igual ou superior a € 2.000.000.⁵⁹

Por seu turno, para efeitos de apuramento do “volume normal de mercado”, as acções são agrupadas em categorias ou classes, com base na média aritmética das ordens executadas no mercado dessa acção.⁶⁰

Dever de contratar nas condições divulgadas e excepções ao cumprimento do mesmo

De forma a evitar a divulgação de preços com fins especulativos, o internalizador sistemático é obrigado a contratar ao preço divulgado, sempre que um seu cliente assim o requeira.

Porém, em relação a clientes que sejam investidores qualificados, a ordem pode ser executada a um preço melhor do que o previamente divulgado, desde que:

- a) o preço se situe dentro de um intervalo de variação previamente divulgado e próximo das condições de mercado, e
- b) o volume da ordem seja mais elevado do que € 7.500 (o que corresponde ao volume das ordens habitualmente dadas por investidores não qualificados).

As demais circunstâncias em que a DMIF permite que a ordem não seja executada ao preço previamente divulgado relacionam-se com as transacções parcelares, ordens sujeitas a condições diferentes do preço ou recepção de contra ordens de clientes em volume superior ao da oferta.⁶¹

1.3. Dever de divulgar ordens com limites que não sejam imediatamente executáveis

Além das exigências especificamente dirigidas a internalizadores sistemáticos, todos os intermediários financeiros são obrigados a divulgar as ordens, para um volume determinado, com um preço limite especificado ou ao mais favorável, relativas a acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que, nas condições prevaletentes no mercado, não sejam imediatamente executáveis.

⁵⁹ Art. 27.º da DMIF e 22.º da Directiva de execução.

⁶⁰ Art. 27.º, n.º 1 da DMIF e art. 23.º, bem como Anexo II, quadro 3 do Regulamento de execução.

⁶¹ Art. 27.º, n.º 3 da DMIF e arts. 25.º e 26.º do Regulamento de execução.

A exigência de divulgação considera-se cumprida se o intermediário financeiro transmitir as ordens a um mercado regulamentado, ou a um SNM, que opere um sistema de negociação com base numa carteira de ordens ou que assegure que a ordem é divulgada publicamente e que seja executada assim que as condições de mercado o permitirem.⁶²

Projecto de transposição em consulta:

O dever de divulgação de ordens com limites está previsto no artigo 328.º, n.º 3 do CVM.

2. OS DEVERES DE INFORMAÇÃO PÓS NEGOCIAÇÃO

Informação pormenorizada

A DMIF concretiza os deveres de divulgação de informação pós negociação constantes da DSI.

Atendendo à perspectiva adoptada face às diferentes infra-estruturas de negociação de instrumentos financeiros, é exigida a divulgação dos mesmos elementos informativos quer a ordem tenha sido executada num mercado regulamentado ou num sistema de negociação multilateral, quer tenha sido executada por intermediário financeiro fora destes sistemas.

É a seguinte a informação a divulgar (em relação a cada transacção ou agregando o volume e o preço):

- Dia e hora de negociação,
- Identificação dos instrumentos financeiros (código),
- Preço unitário e moeda em que este é expresso,
- Quantidade (n.º de unidades),
- Identificação da infra-estrutura de negociação
- Se aplicável, indicação de que a troca de acções é determinada por factores diferentes do valor corrente de mercado,
- Se aplicável, indicação de que se tratou de uma transacção negociada.⁶³

Deferimento de publicação

As autoridades competentes podem autorizar a publicação diferida da informação, com base no tipo ou volume da transacção, em especial, as que tenham um volume elevado em relação ao volume normal de mercado na acção em causa.

Os mecanismos para a divulgação da informação diferida estão sujeitos a aprovação prévia pela autoridade competente.⁶⁴

⁶² Art. 22.º, n.º 2 da DMIF e arts. 31.º e 32.º do Regulamento de execução.

⁶³ Arts. 28.º, 30.º e 45.º da DMIF e art. 27.º do Regulamento de execução.

⁶⁴ Arts. 28.º, 30.º e 45.º da DMIF e art. 28.º e Anexo II, quadro 4, do Regulamento de execução.

V. REPORTE DE TRANSACÇÕES E COOPERAÇÃO ENTRE AUTORIDADES DE SUPERVISÃO

De forma a dotar as autoridades competentes de informação que lhes permita assegurar que os intermediários financeiros actuam adequadamente, contribuindo para a promoção da integridade do mercado, a DMIF desenvolve o regime de reporte às autoridades de supervisão de transacções realizadas sobre quaisquer instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Projecto de transposição em consulta:

A regulação deste dever é mantida no artigo 313.º do CVM, o qual remete para o Regulamento de execução, que estabelece o concreto regime destas comunicações.

Autoridade competente

Em relação ao reporte de transacções, a DMIF, em consonância com a nova lógica de distribuição de competências entre Estados de origem e acolhimento ao nível do passaporte, também identifica claramente a (única) autoridade destinatária das devidas comunicações. Esta é a autoridade do Estado de origem, salvo no caso de transacções realizadas através de uma sucursal, em que é a autoridade do Estado em que aquela está estabelecida.

Posteriormente, a informação é (re)transmitida entre autoridades, assegurando que a mesma seja recebida pela autoridade do “mercado mais líquido” para o instrumento financeiro em causa.

Com um exemplo prático:

- A CMVM recebe directamente informação sobre todas as transacções realizadas por intermediário financeiro português e por sucursais de intermediário financeiro comunitário estabelecidas em Portugal;
- Seguidamente, transmite a informação recebida à autoridade do mercado mais líquido para o instrumento financeiro em causa e, no caso de sucursais, à autoridade do Estado de origem do intermediário financeiro.
- Da mesma forma, a CMVM recebe das autoridades suas congéneres a informação que lhes haja sido transmitida i) por sucursais de intermediários financeiros portugueses estabelecidas nesse Estado e ii) por quaisquer intermediários financeiros sobre instrumentos financeiros em relação aos quais o mercado mais líquido seja o português.

A determinação do mercado mais líquido

A determinação do mercado mais líquido processa-se de acordo com os indicadores previstos, para cada tipo de instrumento financeiro, no Regulamento de execução, podendo ser o mercado da primeira admissão, o mercado do local da sede do emitente ou o mercado do local da sede da empresa mãe do emitente.⁶⁵

O conteúdo da comunicação

Para garantir a recolha de um conjunto de elementos único e, assim, maximizar a utilidade da troca de informações entre autoridades, o Regulamento de execução determina os concretos elementos que devem ser incluídos na comunicação. Assim, além da identificação do intermediário financeiro em causa, devem ser reportados:⁶⁶

- Dia e hora de negociação
- Indicador de venda/compra
- Qualidade do interveniente na negociação (por conta própria, em seu nome ou no de um cliente, ou por conta de um cliente)
- Identificação dos instrumentos financeiros e do instrumento subjacente (códigos)
- Tipo de instrumento
- Data de vencimento
- Tipo de instrumentos derivados
- Opção de compra/venda
- Preço de exercício
- Multiplicador de preços
- Preço e moeda em que este é expresso
- Quantidade (n.º de unidades)
- Contraparte
- Identificação da infra-estrutura de negociação
- Número de referência das transacções
- Indicador de anulação

Métodos de reporte

O reporte à autoridade competente pode ser feito pelo intermediário financeiro, pelo mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral através do qual tenha sido realizada a operação ou através de um sistema de notificação de operações que tenha sido aprovado pela autoridade competente.⁶⁷

⁶⁵ Arts. 25.º da DMIF e arts. 9.º a 14.º do Regulamento de execução.

⁶⁶ Arts. 25.º, n.º 4 da DMIF e art. 13.º e quadro 1 do Anexo 1 do Regulamento de execução.

⁶⁷ Art. 25.º, n.º 5 da DMIF.

Lista das abreviaturas e expressões utilizadas no presente documento:

CESR:	Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus
CVM:	Anteprojecto de alterações ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro;
Decreto-lei de regulamentação do CVM:	Anteprojecto de Decreto-lei de regulamentação do Título VI do Código dos Valores Mobiliários quanto às medidas de “ <i>nível 2</i> ” constantes da Directiva.
Decreto-Lei Preambular:	Anteprojecto de Decreto-Lei Preambular.
Directiva de execução:	Directiva (CE) n.º 2006/73/CE, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento.
DMIF ou Directiva quadro:	<p>Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera a Directiva 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.</p> <p>Dependendo da situação, a expressão DMIF pode ainda ser utilizada em sentido lato, compreendendo a Directiva acima referida bem como a Directiva e o Regulamento de execução.</p>
DSI:	Directiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários.
Regime jurídico das SGMR	Anteprojecto de Decreto-Lei relativo ao regime jurídico das sociedades gestoras de mercado regulamentado, das sociedades que tenham sob gestão câmara de compensação e que actuem como contraparte central, das sociedades gestoras de sistema de liquidação e de sistema centralizado de valores mobiliários e das sociedades gestoras de sistema de negociação multilateral, revogando o Decreto-Lei n.º 394/99 de 13 de Outubro.
Regulamento de execução:	Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados e à admissão à negociação dos instrumentos financeiros.
RGICSF:	Anteprojecto de Decreto-lei que procede à alteração do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro.