

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa



O Paradoxo do Investidor

Trabalho realizado por João Pedro Costa Carreto
No âmbito do Mestrado em Ciências Jurídico-Financeiras

Elaborado sob a orientação da Professora Doutora Rute Saraiva

Lisboa junho de 2016

Resumo

Passados quase dez anos do início da crise do subprime (2007) ainda são hoje sentidos os seus efeitos.

Os produtos financeiros, a ganancia e o excesso de confiança nas previsões foram apontados como os principais causadores desta “desgraça”.

Também o Direito, em particular o dos mercados financeiros, por razões óbvias, não ficou indiferente a esta realidade, as liberdades concedidas às instituições, a eficiência dos modelos regulatórios e a proximidade entre reguladores e regulados foi amplamente discutida e por diversas vezes posta em causa.

É no seguimento dessa reflexão crítica que surge este trabalho.

Antes de nos debruçarmos sobre as eventuais falhas regulatórias e sobre as suas possíveis soluções, por forma a evitar uma completa desadequação, sentimos a necessidade de estudar em profundidade os objetos visados nessas medidas. Embora, durante a Licenciatura e na parte curricular do Mestrado tenhamos analisado o fenómeno regulatório, as entidades supervisoras e os restantes agentes não nos foi possível apreender todas as características do universo de produtos atualmente transacionados nos mercados financeiros.

Este trabalho parte de uma breve análise aos produtos atualmente transacionados seguida de uma análise aos clientes/investidores tanto numa vertente funcional quer em termos de perfil apresentado.

Reconhecendo que os seres humanos são muito mais do que “máquinas” racionais, procurámos evidenciar e analisar o papel das emoções na tomada das decisões financeiras bem como das suas repercussões nos mercados. Tratando-se de um mercado que tem como um dos seus pilares a troca de informação, foi diversas vezes focado neste trabalho a procura pela melhor forma de garantir a correta e rigorosa transmissão da mesma.

Tendo constatado que o risco de conflito de interesses é comum a praticamente todos os produtos procuramos refletir sobre a melhor forma de o mitigar.

Por último cabe indicar que a problemática do risco moral não foi deixada de lado, tendo a mesma sido tomada em consideração nas propostas de solução apresentadas.

Tomadas em consideração estas variáveis concluímos pela criação de uma zona de investimento própria para os produtos complexos, com regras de entrada próprias e um conceito de dever de informação mais amplo. Esta zona deve contudo ser devidamente identificada e afastada dos restantes produtos por forma a conciliar a liberdade de forma com a proteção dos investidores contribuindo assim para um aumento da confiança no sistema financeiro.

Palavras-chave: Mercados Financeiros; Regulação, Investidor, Risco Moral, Dever de Informação.

Abstract

After almost 10 years since its beginning, the consequences of the subprime crisis in 2007 are still felt nowadays.

The financial products, the greed and the excess of confidence in poor predictions were indicated as the main drivers of this misfortune.

Likewise, Law, in particular financial markets Law, did not remain indifferent to this reality and topics such as the institution's freedom, the efficiency of regulatory models, and the proximity between regulators and regulated bodies has been broadly discussed and questioned in the past years.

This paper emerges as a follow-up to this critical reflection.

Before addressing any potential regulatory lapses and its possible solutions, the need to have a deep understanding of the targeted objects within this measures was identified, to guarantee an adequate study.

Although the regulatory phenomenon, the supervisory entities, and remaining agents were under analysis throughout the Undergraduate and on the curricular part of the Master's degree, it was not possible to entirely cover the characteristics of all the products currently transacted on the financial markets.

As so, this paper briefly analysis the products that are currently transacted, to then consider the clients and investors profiles, as well as evaluating them on a functional perspective.

Recognizing that human beings are much more than “rational machines”, the study puts in evidence the role of emotions on financial decision-making, as well as its impacts on the markets. As these markets are founded on information trade, this essay focuses on trying to assure the most appropriate and rigorous way of transmitting it.

Additionally, having found that the risk of conflict of interests is transversal to practically all financial products, a reflection on the best ways to mitigate it is also presented.

Lastly, the moral hazard issue did not stay unnoticed and was therefore considered during the elaboration of the proposed solutions.

Taking all these variables in consideration, a specific investment zone for complex products was created, with particular entrance rules and a broader concept of information duty. This zone should, however, be properly identified and separated from the remaining products to conciliate the freedom of form with investors protection, leading to an increase of trust in the financial system.

Keywords: Financial Markets; Regulation; Investor; Moral Hazard; Information Duty.

Este trabalho é dedicado à minha Família por nunca ter saído da minha cabeceira no momento em que mais precisei.

A toda a equipa da UCIP1 do Hospital de São José, porque a eles devo a vida.

Aos amigos que me ensinaram que há outra Família além do sangue: Flash, Meia-Lua, Nassy e Loira.

Obrigado.

E acima de tudo aos meus pais por toda a força que me deram, os valores que me transmitiram e o que por mim sacrificaram.

Índice

1.	Introdução	9
2.	Contextualização do ambiente de ação dos investidores financeiros	13
i.	Os mercados financeiros.....	13
ii.	Enquadramento histórico	14
iii.	A banca em Portugal, em especial.....	18
3.	Caracterização do Investidor e do Cliente: o que os distingue	20
i.	Investidor ou cliente.....	20
ii.	Os perfis do Investidor	21
iii.	Categorização do Cliente	23
4.	Mercado de Capitais	25
i.	A origem dos Valores Mobiliários	25
ii.	Conceito de valores mobiliários atual	26
iii.	Caraterização e análise aos riscos dos valores mobiliários e contratos financeiros	30
	As acções	30
	Obrigações	33
	Produtos Financeiros complexos.....	41
5.	Regulação e Informação	54
i.	O dever de informação.....	54
ii.	Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015	60
iii.	Regulação prudencial e comportamental	63
iv.	Fundos e garantias aos aforradores/investidores	70
	Fundo de Garantia de Depósitos	70
	Sistema de Indemnização aos Investidores	71

6.	Tomada de decisão nos mercados financeiros.....	72
i.	O Risco Moral	72
ii.	A psicologia das decisões financeiras.....	77
iii.	Algoritmos de transação.....	81
7.	Conclusão.....	83
8.	Bibliografia.....	87

1. Introdução

A crise financeira de 2007³ colocou a nu diversos problemas do modelo económico capitalista. Este modelo toma como um dos seus alicerces a capacidade do mercado, através do encontro entre a oferta e a procura ser capaz de se “autorregular” corrigindo as suas falhas e afastar os elementos que lhe são nocivos.

Este “dogma” da mão invisível é uma criação de Adam Smith⁴ em março de 1776 aquando a publicação do seu livro “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*”, vulgarmente conhecido por “*The Wealth of Nations*”⁵

Este influente livro viria a dar origem a diversas escolas económicas, sendo que algumas delas acabariam por renegar a própria regulação em prol desta ideia de inteligência coletiva.

Em momentos de grande desenvolvimento económico estas correntes ganham importância influenciando o Estado, nomeadamente no exercício do seu papel enquanto regulador, de forma que os “entraves” regulatórios vão sendo sucessivamente eliminados com a justificação que os mercados estariam cada vez mais informados e capazes de combater as suas falhas.

Estas opções económicas não tiveram em consideração dois grandes fatores. Por um lado, as decisões humanas, mesmo aquelas puramente económicas, não resultam somente da componente racional pois que, embora muitas vezes de forma impercetível, as emoções desempenham um papel fulcral na tomada de decisões do dia-a-dia; outro fator que foi desconsiderado foi o facto de o potencial fosso gerado pela assimetria informativa entre os vários intervenientes poder ficar de tal modo profundo que a parte menos informada nem sequer se apercebe da assimetria.

A parte menos informada acaba assim por tomar uma decisão plenamente convicta que o fez de forma informada (não se refletindo desta forma a pouca qualidade da oferta no mercado da procura).

³ Vulgarmente apelidada de crise do *subprime*

⁴ Considerado um dos pais da Economia Moderna

⁵ Traduzido para português como a Riqueza das Nações pela Fundação Calouste Gulbenkian

Em boa parte na era pré-globalização, estas transações aconteciam fora da esfera de influência do Direito, não porque fossem ilegais ou realizadas com recurso a meios pouco éticos, mas sim porque aconteciam num meio muito fechado, com códigos de conduta próprios e com pouco impacto direto na restante sociedade.

O proliferar dos diversos bancos privados foi aproximando cada vez mais estas transações do cidadão comum.

Assim o legislador, apercebendo-se desta realidade, rapidamente fez nascer uma grelha legislativa, acompanhada da criação de diversas entidades reguladoras, para o cada vez maior número de potenciais áreas de negócio que surgiam.

Apesar de todo este fulgor legislativo, a ideia subjacente mantinha-se em grande parte a mesma: ambos os intervenientes estariam devidamente informados dos tipos de produtos que se estavam a transacionar bem como ambos possuíam plena capacidade para responder perante a lei.

O conceito de homem médio, tão querido à conceção jurídica ocidental⁶ revelou-se claramente insuficiente para balizar as exigências a ter em conta relativamente aos diversos intervenientes no mercado. A multiplicidade dos produtos transacionados, a volatilidade e fluidez do mercado bem como a heterogeneidade dos potenciais compradores esvaziam de utilidade o tão bem amado homem médio. Numa realidade onde existem poucos homens médios não faz sentido, em nosso entender, tomar este conceito como ponto de referência para a regulação.

Num local onde a informação é o objecto negociado, a verificação da sua veracidade e a definição dos padrões éticos de quem a revela tornam-se a pedra de toque deste mundo.

Com este trabalho pretendemos realizar uma análise crítica ao atual regime de proteção legal conferido aos investidores, sendo que para o fazer de forma

⁶ Esta figura nasce no Direito Romano sob o nome de “*bonus pater familias*”

informada necessitamos, contudo, de começar por analisar os instrumentos desse investimento.

A grande questão é saber se a opção tomada pelo legislador deve procurar um enquadramento mais próximo do direito do consumidor – altamente regrado e com um dever de informação extremamente densificado – ou, pelo contrário, desenvolver, por razões de eficiência, uma proteção mais próxima do direito do jogo com limites mais voltados para os intervenientes, nomeadamente requisitos no lado do “vendedor” e do “comprador”, bem como uma clara definição dos locais onde é permitido realizar as transações.

No título deste trabalho surge a palavra “paradoxo”: esta expressão embora não tenha uma origem jurídica reúne na sua génese as múltiplas vertentes das implicações do problema que pretendemos analisar.

A proteção do investidor, quando levada a um extremo paternalista, pode acabar por subtrair ao investidor a possibilidade de procurar produtos de alta rendibilidade (por acarretam riscos igualmente elevados) por forma a garantir que um dever de informação altamente exigente é cumprido. Ou é proibida a venda aos investidores que após uma explicação razoável demonstrem não possuir a capacidade para compreender o produto ou pelo contrário os intermediários são obrigados a garantir que todos os investidores percebem todos os produtos o que invariavelmente leva a um incremento desmesurado nas comissões. Este aumento das comissões acaba por afastar diversos investidores

No âmbito do problema em análise cumpre averiguar até que ponto deve ser permitido aos investidores arriscar. A perspetiva de um total liberalismo acredita que cabe única e exclusivamente à consciência do investidor a decisão de “apostar” num determinado produto; já uma perspetiva mais garantística admite que a decisão última, embora cabendo ao investidor, deve numa fase anterior ser influenciada e filtrada pelo intermediário financeiro na medida em que, para transacionar determinado produto, este deve reunir o maior número de informação sobre o mesmo, garantindo que o investidor numa fase posterior terá acesso à mesma.

A opção por um regulador mais paternalista deve ter em consideração que os atuais produtos financeiros apresentam um elevado grau de complexidade muitas vezes difícil de explicar aos normais investidores.

O paradoxo surge assim quando, ao ter como objectivo proteger de grandes perdas os investidores no geral, também acabamos invariavelmente por lhes negar as maiores possibilidades de retorno.

A protecção contra potências perdas implica uma proibição de potências ganhos.

Para estudar este problema iremos começar por refletir sobre as origens dos mercados financeiros, caracterizar os seus produtos mais representativos procurando de seguida identificar os seus principais atributos. Com os resultados dessa análise pretendemos sondar sobre a existência de uma relação ideal entre estas duas componentes.

Por último pretendemos cruzar estas conclusões com os modelos regulatórios vigentes e, caso encontremos falhas, sugerir soluções.

2. Contextualização do ambiente de ação dos investidores financeiros

i. Os mercados financeiros

Começamos por definir o objeto de estudo. O Direito do sistema financeiro é doutrinariamente considerado, como um ramo autónomo do Direito, ramo esse doutrinariamente subdividido em três vertentes: direito bancário, direito dos seguros e direito da banca/valores mobiliários.

Esta divisão resulta das diferentes origens dos seus objetos, bem como das suas pretensões regulatórias.

Das três vertentes, o direito bancário é sem dúvida o que apresenta uma origem mais remota, sendo possível encontrar já algumas referências no direito romano. Originalmente visava sobretudo regular a maneira como era atribuído o crédito a quem o solicitava, bem como limitar os negócios usuários, controlar os agentes que podiam negociar e garantir que as partes eram devidamente informadas das operações que iriam realizar.

O direito dos seguros por sua vez começa a ver os seus primeiros desenvolvimentos, em Portugal, pela mão do Rei D. Dinis em 1293⁷, vocacionado sobretudo para captar investimento privado no sector marítimo.

O direito da bolsa/valores mobiliários surge substancialmente mais tarde com a aprovação do Regulamento das Bolsas⁸ em 1889⁹, com este pretendendo propiciar-se o desenvolvimento de uma economia mais eficiente, em concreto no que às trocas entre agentes particulares dizia respeito.

Esta vertente tripartida encontra-se atualmente, como referimos, agrupada num ramo de direito próprio, sendo esta opção jurídico-legislativa não mais do que um reflexo da própria realidade. A especificidade das operações desenvolvidas, os

⁷ RUTE SARAIVA, in Direito dos mercados Financeiros – Apontamentos – 2.ª Edição (2015)

⁸ Contudo, somente em Janeiro de 1891 e em Outubro de 1901, é que seriam criadas as Bolsas de Valores do Porto e de Lisboa respetivamente.

⁹ FERNANDO TEIXEIRA DOS SANTOS in A Evolução Do Mercado De Capitais Português

objetivos dos diversos setores e a interligação dos diversos produtos levou a uma aproximação dos três agentes¹⁰ e hoje não é raro encontrar na mesma instituição financeira a transação destes três tipos de produtos, sejam eles interligados ou de transacionados de forma independente.

ii. Enquadramento histórico

Para compreender o funcionamento dos atuais mercados financeiros devemos começar por recordar a origem das primeiras transações financeiras.

Estas começaram por se realizar através da troca direta. Em face de diferentes obstáculos, como a raridades dos materiais transacionados, cedo se procurou uma alternativa, a qual viria a materializar-se sob a forma de pequenos objetos metálicos de raridade e peso diferentes, a moeda.

Com o evoluir do comércio e da própria civilização constatou-se que, para que as transações comerciais se realizassem, não era necessária a efetiva passagem da posse dos metais objeto de negócio caso fosse criado um documento que conferisse a possibilidade de levantar quantia equivalente aos metais transacionados, previamente depositados em lugar seguro, deixando assim de ser necessário o transporte dos mesmos.

Com o nascimento desta ideia de moeda fiduciária revolucionava-se a maneira como eram e ainda hoje são realizadas as transações comerciais, bastando para tal a simples circulação de títulos representativos.

Contudo, todo o conceito de moeda fiduciária assenta na base da confiança que os depositantes (e os posteriores adquirentes desse direito) guardam na restituição do montante depositado. Sem esta premissa todo o sistema colapsa.

Os diversos sistemas regulatórios atuais identificados acima têm como um dos focos do seu trabalho a proteção da referida premissa, pretendendo evitar a todo o custo o risco sistémico, considerado em grande parte como um risco de

¹⁰ Existindo praticamente uma fusão entre a parte bancaria e a dos valores mobiliários, ainda é possível encontrar alguns agentes de seguros a operar de forma autónoma: apesar disso, a realidade portuguesa caracteriza-se pelo facto de a maioria das seguradoras são detidas por instituições bancarias.

perda de confiança nas instituições, o que levaria conseqüentemente a uma corrida aos depósitos.

Esta corrida tem necessariamente de ser evitada. Desde cedo que os depositários se aperceberam que a maioria dos depositantes nunca exigia de uma só vez o reembolso total dos títulos representativos em moeda metálica. Perante este facto, os depositários passaram a emprestar os montantes depositados a quem a eles recorria necessitando de capital.

Tornando-se assim intermediários indispensáveis ao desenvolvimento da economia, utilizam os excedentes dos aforradores como forma de financiamento de projetos com perspectivas de retorno.

Esta operação de financiamento da economia, se não for regrada, tem contudo um enorme ponto fraco.

Imaginemos a seguinte hipótese: num dado momento um depositário, tendo emprestado todo o capital pelo qual era responsável, vê-se obrigado a restituir parte desse capital a um depositante que pretende ver efetivado o seu direito à concretização do valor inscrito em moeda metálica. Como obviamente não o consegue fazer é destruída toda a relação de confiança criada até então: este “erro”, mais do que levar este depositário menos consciente à saída do negócio, uma vez que existe uma forte probabilidade de todos os seus depositantes, alertados para a situação, irem imediatamente levantar as suas poupanças, poderá também semear a desconfiança nas relações depositante-depositário junto da sua zona de influência, podendo pôr em causa os negócios de todos os depositários em seu redor.

A ideia subjacente à expressão risco sistémico pode assim ser resumida¹¹ da seguinte maneira: o perigo de um erro de um intermediário levar à fragilização e eventual colapso de todos os que se encontram no sistema”.

Existem essencialmente três formas de impedir que tal situação aconteça. A primeira consiste numa gestão de prazos, ficando o depositário impedido de exigir a concretização do seu título representativo antes de determinada data e ficando

¹¹ De uma forma muito simplificada.

obrigada a pessoa a quem foi emprestada a quantia depositada a devolve-la até determinada data necessariamente anterior à primeira; a segunda hipótese, algo complementar à primeira, consiste na definição de um valor mínimo por depósito que não pode ser emprestado ficando obrigatoriamente na posse do depositário a fim de suprir parte das necessidades imprevisíveis dos depositantes¹²; em terceiro lugar, aos depositários pode ser concedida a liberdade para emitir títulos representativos sem a necessidade de correspondência com os valores depositados: esta solução seria apenas praticável a curto prazo pois a sua utilização acarretaria o surgimento de uma inflação generalizada uma vez que se a todos fosse conferida a possibilidade de requerer um valor superior ao que inicialmente depositaram, a moeda perderia a sua raridade e conseqüentemente o seu valor. Como tal cabe assim ao Estado o limitar a capacidade de criação de papel-moeda por parte dos depositários.

O negócio da intermediação entre os aforradores e aqueles que necessitam de financiamento dos seus projetos levou ao florescimento de entidades especializadas neste ramo, surgindo assim a figura do banqueiro e do banco. A experiência e o surgimento de novas necessidades por parte das entidades que necessitavam do capital bem como dos depositantes levou a um adensar da complexidade dos produtos negociados logo no início do séc. XIX. Conseqüentemente esta realidade levou a um grande aumento das normas regulatórias com o objetivo de manter os níveis de confiança.

As necessidades e particularidades económicas de cada país originaram diversos modelos de sistemas financeiros. A título de exemplo referimos o sistema Norte-americano que inicialmente apresentava o que podemos considerar como uma banca universal ainda que em forma embrionária (devido à reduzida variedade de produtos), modelo que acabaria por se posto de lado após a crise de 1929¹³, criando-se a separação da banca comercial da banca de investimento¹⁴. Com

¹² No atual sistema financeiro são utilizados estes dois sistemas fazendo o primeiro parte das boas regras de gestão financeira e versando o segundo (revisto no seguimento do encontro Basileia III) sobre as características ideais dos capitais a preservar para estas funções bem como os rácios de solvabilidade mais indicados para o perfil de cada instituição.

¹³ Neste sentido ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO in *Manual de Direito Bancário* Almedina 2010

o início dos anos 80 esta separação foi-se diluindo, acabando por regressar o modelo de banca universal.

Por outro lado temos a experiência francesa em que os bancos eram divididos mediante o horizonte temporal das suas negociações e ainda a experiência italiana que, apesar de ter desenvolvido uma banca altamente especializada, encontrava no Estado uma figura representativa, quer a nível de supervisão, quer de “peso” económico.¹⁵

Se é verdade que os atuais valores mobiliários transacionados já pouco se assemelham aos iniciais contratos de “mútuo” a que atrás aludimos, é também verdade que continuam a ter como vetor essencial as mesmas quatro premissas, a saber:

- Dinheiro tem a “capacidade de “gerar”¹⁶ dinheiro,
- O risco¹⁷ é quantificável logo tem um preço
- Resulta da primeira que uma determinada massa monetária quando na posse de um terceiro pode gerar a obrigação desse terceiro pagar ao proprietário por forma a compensar a transferência do potencial gerador de riqueza
- A referida “compensação” deve variar na mesma medida do risco.

¹⁴ A primeira vocacionada para as relações com os particulares e a segunda como o próprio nome indica tem como função vocacionar as poupanças dos aforradores na aquisição de participações societária tendencialmente não duradoras e outras formas de financiamento as atividades produtivas

¹⁵ Sobre o tema ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO in Manual de Direito Bancário Almedina 2010 e RUTE SARAIVA in Direitos dos Mercados Financeiros Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa 2015

¹⁶ Possuir uma massa monetária possibilita a aquisição de bens com capacidade produtiva levando a um aumento dessa massa monetária num todo: deste raciocínio advém o potencial gerador de riqueza atribuído a todo o capital, ainda que muitas vezes esta capacidade nunca se concretize.

¹⁷ Numa tradução livre “A diferença entre o risco e a incerteza é que o primeiro pode ser medido com recurso a probabilidades matemáticas e o segundo não pois não existem padrões objectivos para tal”. FRANK KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit* (1921)

iii. A banca em Portugal, em especial

As primeiras referências históricas de operações financeiras em Portugal remontam ao século XIV. Apesar de à época o juro ser proibido pela lei canónica, os cambistas descobriram forma de contornar esta proibição. Surgem assim os empréstimos sobre hipotecas, o censo consignativo (aqui a figura do juro era substituída por uma renda garantida sobre um imóvel) e por último, a figura dos empréstimos aos Reis.

A realidade financeira portuguesa não foi alheia à revolução económica e social provocada pelos Descobrimentos. Podemos mesmo dizer que sistema financeiro português desempenhou um papel fundamental no financiamento da construção dos navios utilizados nas trocas comerciais ultramarinas. Apesar da explosão económica vivida nessa época, nem o Direito nem o sistema bancário sofreram semelhante evolução¹⁸.

Somente no século XIX viriam a surgir os primeiros movimentos criadores da Banca em Portugal, nos moldes em que a conhecemos hoje.

Em Carta de Lei de 31 de Dezembro de 1821 nasce o Banco de Lisboa com, entre outros, o objetivo de promover “*o commodo das transações entre os particulares*”¹⁹ e tendo o monopólio da emissão de notas no território nacional.

Em 19 de novembro de 1846 é criado o Banco de Portugal que resulta da fusão do já referido Banco de Lisboa com a Companhia Confiança Nacional e fica definido nos seus estatutos que deterá o privilégio exclusivo da emissão de notas e obrigações no Continente.

Em 16 de abril de 1850 cessa o monopólio do Banco de Portugal, tal facto associado à publicação da lei que regularia a constituição de instituições bancárias, levando à criação exponencial de novas instituições bancaria. O impacto da crise económica de 1876 apesar de ter afetado algumas instituições financeiras portuguesas viu as suas consequências em grande parte atenuadas devido a solidez do Banco de Portugal que sustentou todo o sistema.

¹⁸ Neste sentido ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO in *Manual de Direito Bancário* Almedina 2010

¹⁹ Conforme a referida Carta

A crise económica e monetária de 1891 foi o mote para o reforço da imagem do Banco de Portugal como banco central, banco emissor e regulador dos mercados monetários e cambial. A mesma crise leva também ao desenvolvimento do primeiro quadro normativo da atividade bancaria português²⁰.

A segunda república teve também grande relevância histórica no desenvolvimento da realidade financeira portuguesa. Assim, fixa em novembro de 1957²¹ quais as entidades a ser consideradas como instituições de crédito e reserva para estas o exercício de funções de créditos e restantes atos próprios da atividade bancaria.

Cabe ainda nesta fase referir que, fruto da construção ideológica do regime e da realidade económica portuguesa, a criação de novos bancos acontecia bastante lentamente, uma vez que dependia de autorização direta do Estado, e bem assim a mesma dificuldade surgia aquando da tentativa de ampliação da oferta de serviços pelos bancos já existentes.

A revolução de 25 de abril de 1974 leva à nacionalização dos bancos comerciais portugueses existentes à data, subsistindo apenas como privadas as caixas económicas e as caixas de crédito agrícola mútuo. A Lei n.º 46/77 de 8 de julho vem reforçar esta posição ao vedar a atividade económica a empresas privadas em diversos setores.

Com o fim do período revolucionário e fruto da forte influência europeia, o Decreto-Lei n.º 406/83, de 19 de novembro, reabre a atividade bancaria à iniciativa privada, sendo todavia apenas com a revisão constitucional de 1989 que os bancos anteriormente nacionalizados seriam reprivatizados.

É ainda de assinalar como conclusão desta parte histórica o nascimento do Regime Geral das Instituições de Crédito (RGIC)²² pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro que, apesar de sucessivas alterações, ainda se encontra vigente à data.

²⁰ Decreto de 12 de Julho de 1894 do Governo de Hintze Ribeiro

²¹ Decreto-Lei n.º 41.403 de 27 de Novembro de 1957

²² Atual RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, ultima vez atualizado pelo DL n.º 20/2016, de 20/04

A construção bancária em Portugal não está, apesar de tudo, tão cimentada como aparenta, tendo inclusive sido discutido em 2012 a separação entre banca comercial e de investimento, acabando contudo por ser rejeitada pela maioria.

3. Caracterização do Investidor e do Cliente: o que os distingue

i. Investidor ou cliente

Visto que temos o palco, identifiquemos então os atores, intervenientes diretos e indiretos desta peça.

Define a Lei de Defesa do Consumidor (Lei n.º 24/96, de 31 de Julho) ²³ no seu artigo 2.º o consumidor como *“todo aquele a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional, por pessoa que exerça com carácter profissional uma atividade económica que vise a obtenção de benefícios”*. Considerando que aos clientes das instituições financeiras é prestado um serviço bem como têm a liberdade de adquirir bens ou direitos não nos parece descabido considerar que esta lei também se aplica aos investidores bancários e como tal o direito à informação vertido nos artigos 7.º e 8.º tem de ser garantido.

Os investidores são definidos no Guia do Investidor²⁴ como *“todas as pessoas ou empresas que participam no mercado de capitais com o objectivo de, através do financiamento das empresas, valorizarem as suas poupanças ou os seus activos”*

Estes clientes/investidores podem assim ser divididos com recurso a diversos critérios, dos quais de seguida identificaremos alguns.

²³ Atualizada pela última vez pela Lei n.º 47/2014, de 28/07

²⁴ Publicação da CMVM

ii. Os perfis do Investidor

Com objetivo de conhecer os investidores e de os agrupar por categorias, foram desenvolvidos, pelos intermediários financeiros, mecanismos para identificar as suas preferências traçando assim um perfil psicológico.

Este tem em consideração os seguintes fatores: o grau de aversão ao risco de perda do capital investido, o horizonte temporal do investimento (capacidade do investidor em ter o capital imobilizado por um período longo de tempo) e o nível e a oscilação da rendibilidade esperada (esta geralmente toma como referência as experiências anteriores).

Fruto mais da prática das instituições do que propriamente de uma concreta disposição legal surgem quatro tipos de perfil que iremos apresentar, sem contudo poder deixar de referir que, justamente devido a esta pendor de ordem pragmática não tão legal, atualmente não existe uma harmonização relativamente às classificações apresentadas *infra*; no entanto, iremos recorrer às terminologias mais utilizadas²⁵.

INVESTIDOR CONSERVADOR/PRUDENTE

Este perfil de investidor dá total primazia à segurança sobre a rendibilidade, a garantia do capital investido é condição essencial para o investimento, sendo que ele pretende muitas vezes somente minimizar as perdas com a inflação/desvalorização da moeda. Este agente dá também primazia a investimentos com um prazo de vencimento curto, não correndo o risco ter o capital imobilizado perante uma situação de necessidade.

INVESTIDOR EQUILIBRADO/MODERADO

Neste perfil a garantia do capital investido é também um factor essencial contudo, ao contrário do investidor conservador/prudente, este tipo de investidor

²⁵ Estas designações foram retiradas dos sites de três grandes Instituições Bancárias Portuguesas (CGD, BES, BCP) bem como do site da própria CMVM

dispõe de uma maior disponibilidade para deter o capital imobilizado (médio prazo) desde que isso signifique um aumento no retorno do investimento.

INVESTIDOR DINÂMICO

Este tipo de investidor já se permite assumir alguns riscos, nomeadamente no que à perda do capital investido diz respeito, procurando contudo que os seus investimentos tenham uma rendibilidade superior à média do mercado. Relativamente a prazos considera-se que este investidor “aposta” em aplicações de médio e longo prazo.

INVESTIDOR ARROJADO

A principal característica deste investidor é a procura pela maior rendibilidade possível, sendo que para tal está disposto a assumir o risco de perda total ou até superior do capital investido. Relativamente ao horizonte temporal dos produtos que costuma subescrever, tendem a ser apostas a curto prazo replicando os fenómenos económicos de “*hit and run*”²⁶.

Os perfis anteriormente apresentados resultam da aplicação do “teste de adequação”: este teste deve surgir sempre que um novo investidor pretenda adquirir um tipo de instrumentos financeiro ou um novo serviço.

O teste tem, como já referimos, o objectivo de identificar o grau de conhecimentos e experiência que o cliente possui do mercado de capitais e além disso aferir da saúde financeira do investidor, a proveniência dos seus capitais e eventuais dívidas que detenha. Quanto a este dever da instituição financeira temos algumas dúvidas sobre a legitimidade da instituição para solicitar estes dados bem como o tipo de tratamento que lhes será dado. A obrigação da instituição em fazer o teste pode colidir com o direito do investidor a preservar a sua vida privada:

²⁶ Esta tática surge com a entrada de um novo player num mercado de bens contestáveis (fácil entrada e saída do mercado) que pretende maximizar os seus lucros num curto espaço de tempo mesmo que tal leve à destruição do próprio mercado.

perante esta situação defendemos que a operação financeira não pode ser negada, responsabilizando-se o investidor em pleno por tal decisão²⁷.

É ainda dever da instituição financeira procurar descobrir qual o objectivo do investimento²⁸.

Sempre que a ordem do investidor seja referente a produtos complexos a instituição é obrigada a realizar novamente este teste.

iii. Categorização do Cliente

Com a transposição da diretiva dos mercados de Instrumentos financeiros (DMIF)²⁹ a classificação dos clientes passou a consistir em três categorias diferentes, a saber: Clientes Não Profissionais, Clientes Profissionais e Contrapartes Elegíveis. O processo de qualificação tem por base os seguintes critérios³⁰.

Os **Clientes Não Profissionais** são, por defeito, todos os clientes que não se enquadrem nos critérios definidos para serem classificados como clientes Profissionais ou Contrapartes Elegíveis e ainda os que expressamente solicitem esta classificação. Em termos de nomenclatura, este tipo corresponde ao da expressão de "Investidor Não Qualificado"

A categoria de **Clientes Profissionais (Investidor Qualificado)** pode ser dividida em duas tipologias;

Clientes profissionais por natureza: têm como requisitos ser Governos de âmbito regional ou grandes empresas, cuja dimensão, de

²⁷ Situação diferente é se houver fundadas suspeitas de branqueamento de capitais ou financiamento ao terrorismo.

²⁸ Também aqui consideramos que existem limites ao dever de informar.

²⁹ Diretiva que transpõe para o ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007 a Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros («Directiva 2004/39/CE» ou «DMIF»), são alteradas assim as Directivas n.º 85/11/CEE e 93/6/CE, do Conselho, e a Directiva n.º 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, revogando a Directiva n.º 93/22/CEE, do Conselho, (Directiva dos Serviços de Investimento).

³⁰ Esta distinção consta dos Artigos 312.º, n.º 1, alínea b) e artigos 30.º e 317.º a 317.º-D do Código dos Valores Mobiliários

acordo com as últimas contas individuais aprovadas, satisfaça dois dos seguintes critérios: situação líquida superior ou igual a 2.000.000 €, ativo total superior ou igual a 20.000.000 €, volume de negócios líquido superior ou igual a 40.000.000 €

Cientes profissionais a pedido: Clientes Não Profissionais que solicitem esta qualificação para serviços específicos ou no geral, tendo de satisfazer dois dos seguintes critérios: mínimo de 10 operações por trimestre nos últimos 4 trimestres, detenção de uma carteira de ativos superior a 500.000 €, experiência profissional no sector financeiro durante pelo menos 1 ano.

A categoria das **Contrapartes Elegíveis** é constituída por Instituições de Crédito, Empresas de Investimento e Seguros, Fundos de Pensões e Sociedades Gestoras destes, Instituições de Investimento coletivo, demais Instituições Financeiras ou instituições reguladas, Governos Nacionais e serviços correspondentes, incluindo Organismos Públicos, Bancos Centrais e Organizações Supranacionais e Pessoas coletivas previamente classificadas como Clientes Profissionais "por natureza" que demonstrem vontade expressa em ver a sua designação alterada para Contrapartes Elegíveis

De acordo com a referida diretiva, cada classe de clientes deverá ser sujeita a um nível de proteção diferente. Os Clientes Não Profissionais deverão beneficiar de um nível de proteção mais elevado do que qualquer outro pois são a tipologia de clientes com menor experiência e informação sobre investimentos financeiros. O nível de proteção deve ser assim materializado na disponibilização de mais e mais clara informação acerca dos produtos e serviços que pretendem contratar.

O código dos valores mobiliários trata na sua subsecção VIII (Informação a investidores), em particular nos artigos 312º e 312º-A, dos deveres de informação e da adequação que estes devem ter com o perfil de cliente

Analise agora os produtos objecto de negociação pelos supra referidos clientes.

4. Mercado de Capitais

i. A origem dos Valores Mobiliários

Os valores mobiliários surgem como uma forma alternativa ao tradicional financiamento assente na intermediação financeira. Da abolição da intermediação resultam à partida duas grandes vantagens: o aumento do número e tipo de possíveis financiadores, o que conduz tendencialmente a uma maior oferta de capital e à conseqüentemente redução do “preço” do dinheiro, permitindo o financiamento de projetos que de outra forma não o seriam. Por outro lado, os aforradores têm acesso a um leque de opções de investimento mais rentáveis do que as tradicionais formas de aforro, envolvendo contudo uma maior exposição ao risco, de um modo geral.

Os dois tradicionais tipos de valor mobiliário são as ações e as obrigações.

As primeiras podem ser definidas como um valor mobiliário representativo de uma participação social numa sociedade anónima passíveis de conferir ao seu proprietário o direito de voto nas assembleias-gerais, o recebimento de dividendos, e à quota-parte do capital próprio em caso de liquidação da sociedade, entre outros. O conceito de ação pode ainda ser entendido em três sentidos: fração de capital social de uma sociedade, posição de sociabilidade e representação do direito do acionista.³¹

As segundas podem ser definidas como valores mobiliários representativos de uma dívida com a capacidade de gerar na esfera jurídica do particular o direito ao recebimento de juros durante a vida útil do empréstimo e restituição de todo capital emprestado no fim do prazo previamente estipulado.

Devemos aqui fazer a ressalva que, fruto da evolução e das necessidades do mercado, atualmente os conceitos de ação e obrigação já sofreram diversas ramificações. Existem à data dentro da categoria de ação além das já referidas na

³¹ Neste sentido PAULO CÂMARA in Manual De Direito Dos Valores Mobiliários e OLIVEIRA ASCENSÃO in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II

sua conceção clássica, ações preferenciais sem voto, e é ainda admitido as sociedades que nos seus estatutos criem acções de categorias diferentes³².

Dentro das obrigações existem de acordo com a CMVM³³ as seguintes tipologias: com opção de reembolso pelo emitente e pelo investidor³⁴, com Warrant, convertíveis, cupão zero, estruturadas, obrigatoriamente convertíveis e perpétuas.

Devemos aqui lembrar que esta lista não é fechada, estando sujeita a constantes atualizações fruto de um dos mercados em maior ebulição no presente momento, a tal facto acrescentando a recente alteração legislativa que passou a admitir a criação de valores mobiliários atípicos.

ii. Conceito de valores mobiliários atual

Embora atualmente não exista uma definição legal do conceito de valor mobiliário, o Código dos Valores Mobiliários³⁵ (CVM) fornece algumas indicações quanto às suas possíveis características.

O artigo 1º do CVM considera como valores mobiliários (“*além de outros que a lei como tal qualifique*”) as ações; as obrigações; os títulos de participação; as unidades de participação em instituições de investimento coletivo; os warrants autónomos; os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão; outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado.

Desta lista não exaustiva podemos retirar um conjunto de características comuns que servirão de ferramenta para identificar quando estamos perante um valor mobiliário ou não.

³² Como é o caso das *Golden Share* detidas pelo Estado Português.

³³ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; entidade reguladora e supervisora dos mercados de valores mobiliários, instrumentos financeiros derivados e respetivos agentes que neles atuam.

³⁴ *Call Option* na terminologia norte-americana

³⁵ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro alterado pela última vez pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de maio

Assim das realidades elencadas podemos em primeiro lugar retirar que o valor mobiliário é antes de mais um documento³⁶; contudo, um valor mobiliário pode assumir uma forma distinta do tradicional documento em papel, podendo simplesmente ser uma ordem informática, podendo aqui formular-se a pergunta sobre se a forma meramente escritural é para o direito português admitida. O Decreto-Lei nº 290-D/99 de 2 de agosto responde a esta pergunta afirmativamente.

Em segundo lugar, ao afirmar-se como representativo de situações jurídicas, o documento é alheio à representação de pessoas ou factos, abrangendo exclusivamente situações jurídicas. Situações essas em que apenas se enquadram as de natureza patrimonial resultando da própria essência da construção jurídica em análise. Ficam necessariamente de fora da sua esfera os direitos de personalidade, direitos sucessórios entre outros.

Quando o valor mobiliário advier de situações jurídicas complexas este tomará necessariamente como característica a divisibilidade.

Retira-se de algumas das realidades utilizadas como exemplos no artigo 1º do CVM que a existência de um valor nominal não é indispensável à caracterização de valor mobiliário, como é o caso dos *warrants*. Relativamente à capacidade de negociabilidade em mercado, esta é tida no presente momento como essencial, contudo a capacidade apenas necessita de ser avaliada em abstrato, nunca em concreto, servindo este “requisito” principalmente para afastar realidades chave que, pela sua função e enquadramento jurídico, não faria sentido qualificar. A título de exemplo destas situações podemos referir as participações sociais em sociedades por quotas.

É de realçar, ainda que brevemente, outras duas características do valor mobiliário a primeira é a particularidade de não se tratar simplesmente de um documento representativo mas também apresenta uma função de legitimação para o exercício de direitos: neste sentido, dois grandes indicadores desta realidade são a sua capacidade de ter a sua forma alterada sem que o direito representado se veja afetado e o facto de uma vez destruído fisicamente o documento o

³⁶ O conceito de documento no ordenamento jurídico português pode ser encontrado no artigo 362º do Código Civil

ordenamento jurídico português ter desenvolvido formas de reconstituição desse documento, reforçando a ideia de que o valor mobiliário é algo mais de que um mero documento de representação de direitos.

No que nos parece uma feliz síntese transcrevemos a posição tomada pelo Dr. Paulo Câmara “(...)o valor mobiliário consiste numa realidade compósita que agrega as situações jurídicas representadas e a forma de representação(...)”³⁷.

Cabe ainda por último referir uma característica relativamente recente³⁸ dos valores mobiliários: a atipicidade, sendo que com ela a criação de novos valores mobiliários deixa de estar sujeita a um prévia intercessão legislativa passando para a esfera da autonomia das partes. A consagração deste princípio não derruba contudo os deveres de informação e adequação a que os emitentes estão sujeitos.

Identificados os agentes vamos agora analisar os produtos transacionados Estes são identificados no artigo 1.º Código dos Valores Mobiliários como:

- a) As acções;*
- b) As obrigações;*
- c) Os títulos de participação;*
- d) As unidades de participação em instituições de investimento colectivo;*
- e) Os warrants autónomos;*
- f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão;*
- g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado.”*

Concretizando, podemos concluir que valores mobiliários são documentos emitidos por empresas ou outras entidades, representativos de direitos e deveres,

³⁷ PAULO CÂMARA in Manual de Direito dos Valores Mobiliários 2011 pág. 105

³⁸ Introduzida pelo Decreto-Lei nº 66/2004 de 24 de março

podendo ser transacionados em grande quantidade, entre outros locais, na Bolsa de Valores.

Para as empresas que os emitem são uma alternativa ao tradicional crédito bancário uma vez que, devido à liberdade de forma permitida por lei, podem assumir as mais diversas especificidades, maturidades e implicações na gestão diária da empresa.

Para os investidores, são um modo de aplicação de poupanças complementar³⁹ aos depósitos bancários e a outros produtos financeiros com a vantagem de estes poderem oferecer os mais diversos níveis de relação risco/rendibilidade.

Alem dos produtos elencados no artigo *supra* referido consideramos ainda que, atendendo ao elevado volume de transações que apresentam ou à sua complexidade, os seguintes produtos devem ser individualizados:

- Unidades de participação em fundos de investimento;
- Unidades de titularização de créditos;
- Certificados;
- Valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis;
- Valores mobiliários convertíveis por opção do emitente (*reverse convertibles*);
- Os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito (*credit linked notes*).
- Opções

³⁹ Aqui ao contrário da maioria da doutrina optamos pela expressão complementar e não alternativa pois segundo os ditames da boa gestão

iii. Caraterização e análise aos riscos dos valores mobiliários e contratos financeiros

As acções

Alem das características que *supra* indicamos podemos definir genericamente as acções como um título representativo de um fragmento do capital de uma empresa, empresa essa que deve revestir a forma de sociedade anónima⁴⁰ ou sociedade em comandita por acções⁴¹. Contudo, alem desta vertente mais conhecida, as acções podem ainda ser entendidas como posições de socialidade⁴² ou como uma representação de um direito de accionista⁴³.

Com o pagamento da compra das acções estamos perante o cumprimento do primeiro e principal dever do acionista – o dever de realização de entrada –, na face oposta do qual nascem, na esfera do recém acionista, três grandes direitos, a saber: direito à percepção de dividendos, direito ao voto (decidir qual o caminho financeiro da empresa) e o direito à informação sobre a saúde financeira da entidade em que investiu.

Atualmente, fruto da grande diluição do poder acionista, verificamos que nem sempre estes direitos são “garantidos ” integralmente.

Ultrapassado um determinado limiar de tamanho de uma empresa associado a uma elevada dispersão de capital verificou-se que pretender garantir na íntegra os direitos que referimos tornar-se-ia demasiado prejudicial ao bom funcionamento das mesmas, uma vez que seriam gerados demasiados entraves às tomadas de decisões. Por outro lado, a esmagadora maioria dos tipos de acionistas

⁴⁰ Sobre o conceito de Sociedade Anonima e as suas particularidades legais deve ser consultado o Titulo IV do Código das Sociedades Comerciais (com a redação atualizada da Lei n.º 148/2015, de 09/09)

⁴¹ Sobre o conceito de Sociedade em Comandita, as suas particularidades legais deve ser consultado o Titulo V do Código das Sociedades Comerciais, no caso vertente das Sociedades em Comandita por Acções o Capitulo III do referido titulo (com a redação atualizada da Lei n.º 148/2015, de 09/09)

⁴² Neste sentido OLIVEIRA ASCENSÃO, As Acções, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol.II Coimbra (2000) 60-64

⁴³ EVARISTO FERREIRA MENDES, A transmissibilidade das Acções, 156-159

que adquiria pequenas quantidades de ações destas grandes empresas muito raramente o fazia com algo mais que a intenção de mais tarde as vender com mais-valias ou para delas retirar dividendos.

Face a isto foi nascendo aos poucos um modelo legislativo para as grandes sociedades anónimas, numa discussão que não pretendemos aqui ter, sendo que alguns autores chegam mesmo a questionar se não devemos autonomiza-las como um novo tipo societário⁴⁴.

Partiremos aqui da premissa que o acionista na sua vertente de investidor em valores mobiliários não pretende influenciar as decisões da empresa mas tão-somente retirar mais-valias com a venda das mesmas, ou delas receber dividendos.

Considerando que as entidades com capacidade para transmitir ordens de bolsa têm estar registadas na CMVM, esta é para nós a entidade mais apta a controlar o cumprimento dos deveres de informação.

Face ao exposto, o que deve o futuro investidor ter em consideração?

Em primeiro lugar deve ser detentor de informações relativas à saúde financeira⁴⁵ do objecto do seu investimento: desta forma, conjugando o historial da empresa com as indicações do mercado, pode fazer uma gestão mais acertada da sua carteira de participações. Em segundo lugar procurar obter informações quanto ao regime fiscal a que estará sujeito o seu investimento. Em terceiro lugar deve ter em consideração que a esmagadora maioria das instituições financeiras cobra comissões⁴⁶ sobre este tipo de produtos nomeadamente, mas não só, comissão de transação, comissão de guarda de títulos e comissão de transferência de valores mobiliários entre contas.

⁴⁴ MENEZES CORDEIRO, A grande reforma das sociedades comerciais, O Direito (2006)
PAULO CAMARA, Modelos de Governo de Sociedades Anónimas, em Reformas do Código das Sociedades, ed IDET, Almedina (2007)
GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, Fiscalização de Sociedades e Responsabilidade Civil, Coimbra (2006)

⁴⁵ Fornecer esta informação é um dever do intermediário financeiro que mais tarde iremos analisar.

⁴⁶ Também aqui existe a obrigação por parte das instituições financeiras de divulgar estes valores numa fase anterior à aquisição do produto.

Fruto do próprio conceito de formação do preço das acções o investidor está sujeito, a todo o tempo, à perda do capital investido seja porque a cotação no momento da venda era inferior à do momento da aquisição, seja porque a empresa ficou insolvente e o investidor perdeu a possibilidade de reclamar os seus créditos sobre a entidade.

A facilidade com que o investidor tem de novo acesso ao capital investido (mesmo nos casos em que pretende vender no imediato) é também muito variável, dependendo do grau de liquidez das acções (numero de transações diárias) bem como de outros constrangimentos económico-legais, como é o caso da suspensão da venda de acções por parte do regulador⁴⁷ ou de decisão judicial.

Uma pequena nota: resultado das alterações ao Código das Sociedades Comerciais introduzidas pelo DL nº 49/2010 de 19 de maio, o requisito do valor nominal nas acções deixou de existir, sendo que para nós esta alteração em nada contende com o Código dos Valores Mobiliários, pois este não cataloga como característica fundamental de valor mobiliário a concretização deste num valor nominal.

Somos aqui levados a concordar com o Professor Paulo Câmara, no que à abolição do valor nominal concerne, quando na sua obra⁴⁸ refere que: “(...) representa uma solução indutora de maior transparência, ao permitir a substituição do conceito de valor nominal (...) De outro lado, dispensa a carimbagem ou substituição de títulos em caso de aumento e redução do capital social e torna operacionalmente mais fácil as operações de fracionamento de acções (stock splits), que deixam de ficar limitadas a valores certos.”

A estas duas vantagens acrescentamos uma terceira que se torna por demais evidente quando consideramos que a existência de acções sem valor nominal é prática comum no resto da Europa: num mercado que se pretende cada vez mais globalizado por forma a atrair capitais estrangeiros não nos podemos permitir a ter exigências jurídicas pouco transparentes e que nada de vantajoso

⁴⁷ Sobre este caso um exemplo muito recente (17/12/2015) numa notícia do Diário de Notícias, “A negociação da acções do Banif está suspensa a pedido do regulador” in <http://www.dn.pt/dinheiro/interior/acoes-do-banif-suspensas-em-bolsa-4941855.html>

⁴⁸ PAULO CÂMARA, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina (2011), 131

trazem à colação, sendo que desta forma a abolição da referida exigência aproxima, em nosso entender, o mercado accionista português do europeu, sem nenhuma desvantagem que possamos identificar.

Obrigações

À semelhança do instrumento financeiro que acabamos de analisar as obrigações são dos mais antigos instrumentos financeiros no ordenamento jurídico português, existindo já referências às mesmas no Código Comercial de 1888.

Do ponto de vista das empresas, as obrigações apresentam-se como uma forma alternativa ao financiamento bancário ou ao financiamento junto dos accionistas.

Este financiamento mais não é do que um convite a contratar, na vertente do mútuo, realizado a um espectro alargado de potenciais interessados, geralmente balizado por dois vetores: o primeiro é o “preço” pago aos investidores, que tem de ser mais apelativo que os restantes produtos financeiros com um menor risco existentes no mercado, e que será tanto maior quanto maior for a perceção por parte dos potenciais investidores que o retorno do capital investido não é garantido. O segundo vetor prende-se com o próprio interesse da empresa que faz a emissão pois esta, por norma⁴⁹, só se realiza quando o preço a pagar por este empréstimo é inferior aos conseguidos pelos métodos tradicionais.

Do ponto de vista jurídico, a obrigação é uma realidade bastante simples de materializar: após a proposta contratual que há pouco referimos ser aceite a empresa que emitiu a obrigação torna-se devedora da entidade que a adquiriu, criando-se uma relação de credor-devedor até ao momento do reembolso. Atingido este momento o devedor fica obrigado a restituir o valor mutuado acrescido dos juros estipulados no momento da formação da obrigação.

Implicações – onde são transacionadas

⁴⁹ Esta limitação prende-se com o facto de por vezes opção da emissão de obrigações em vez de recorrer a um empréstimo bancário ser única e exclusivamente contabilística não tendo assim um fundamento económico na sua génese.

Existem duas possíveis maneiras de as obrigações serem colocadas no mercado: durante um período limitado de tempo diretamente junto dos investidores institucionais, através dos balcões das instituições financeiras para o acesso ao público em geral⁵⁰ ou numa fase posterior à aquisição por investidores institucionais quando estes as colocarem em bolsa⁵¹.

Do exposto verificamos que as obrigações incorporam o denominado risco de crédito⁵², risco esse que não é nada mais nada menos que o risco que corre por conta do investidor (credor, no caso vertente) de não receber a totalidade do valor investido ou juros que esperava receber.

Fruto da existência deste risco gera-se a necessidade de informar os investidores da existência do mesmo, esta informação devendo acontecer necessariamente numa fase anterior à aquisição do produto. É assim dever das entidades que comercializam obrigações informar os futuros investidores dos custos associados à aquisição dos produtos, à sua manutenção, nomeadamente os custos com as comissões de corretagem, custódia de títulos, reembolso e pagamento de juros. Além disso têm sempre a obrigação de comunicar os valores espectáveis de remuneração quer a TANB⁵³ quer a TIR⁵⁴.

Além do direito ao juro contratado no momento inicial o obrigacionista tem o direito a exigir informações sobre a evolução da saúde financeira da empresa, para tal sendo nomeado um representante comum dos obrigacionistas com assento nas assembleias gerais. A garantia deste direito à informação se já se revela difícil no casos dos pequenos acionistas, no caso do obrigacionista torna-se ainda mais difícil pois, dependendo do mercado em que a empresa está inserida, divulgar as estratégias comerciais ou os projectos futuros desta pode acarretar uma grande perda na sua capacidade concorrencial.

⁵⁰ As operações realizadas desta forma são geralmente definidas como mercado primário

⁵¹ As obrigações adquiridas desta forma designam-se como adquiridas no mercado secundário precisamente por se encontrarem disponíveis ao público numa fase posterior.

⁵² É precisamente devido a este facto que é exigido por parte do investidor uma maior rendibilidade por parte deste produto quando comparado com outros como os depósitos a prazo que apresentam um fator de risco muito inferior.

⁵³ Taxa Anual Nominal Bruta; rendibilidade do produto para um período de 12 meses.

⁵⁴ Taxa Interna de Rentabilidade; similar à TANB só que neste caso é tomada como premissa a manutenção do produto até atingir a maturidade.

O regulador tem-se revelado em nosso entender particularmente compreensivo quanto a esta realidade, sendo parcimonioso no grau de informação que exige que seja prestado aos obrigacionistas.

Findo o prazo da venda os adquirentes de obrigações⁵⁵ podem, caso entendam, alienar as mesmas antes da maturidade. Contudo cabe ao intermediário financeiro encontrar outro investidor interessado em adquiri-las pelo preço proposto, não existindo no entanto qualquer garantia de lucro para o primeiro adquirente, ficando este assim completamente sujeito às regras da oferta e da procura que vigoram no mercado.

A larga maioria das obrigações comercializadas só garante a devolução do capital (acrescido de respectivos juros) no momento da maturidade, sendo admissíveis, apesar disso, outras estruturas financeiras que, devido à sua ínfima representatividade no mercado, consideramos não dever ser objeto deste trabalho.

Atingida a maturidade, o mútuo dá-se por terminado, extinguindo-se a obrigação com a restituição do capital inicial acrescido de juros ao investidor.

Devemos ainda referir que as obrigações são tributadas no âmbito do Imposto do Selo e ao nível da realização de mais-valias, estas são sujeitas a tributação em sede de IRS sendo considerados rendimentos de capitais, quando o investidor é Pessoa Singular, ou em sede de IRC, no caso de o investidor ser Pessoa Coletiva.

Por último, de uma forma muito breve, devemos ainda elencar outras modalidades de obrigações que, atingido o momento de maturidade, não assumem o comportamento *supra* descrito: obrigações em que, mediante uma evolução positiva da sociedade, ao juro base é acrescido um juro suplementar; obrigações em que todo o juro está dependente dos lucros da sociedade (como que replicando o comportamento espectável das acções); obrigações obrigatoriamente convertíveis e ainda as obrigações com *warrants* sendo estas duas objeto de análise no capítulo referente aos produtos complexos.

⁵⁵ Falamos aqui quer das obrigações admitidas à negociação em mercado quer das não admitidas.

Títulos de participação⁵⁶

Devido à sua grande semelhança estrutural com algumas das obrigações já descritas⁵⁷, antes de analisarmos em maior profundidade os fundos de investimento, iremos fazer uma breve referência a esta figura.

Os títulos de participação são valores mobiliários emitidos por empresas públicas ou sociedades detidas maioritariamente pelo Estado, e embora na sua génese sejam tendencialmente perpétuos, podem ao fim de dez anos⁵⁸ ser reembolsáveis se as entidades emitentes assim o entenderem.

A sua estrutura remuneratória é caracterizada por dois elementos: o primeiro é uma remuneração fixa definida no momento da aquisição do valor mobiliário, o segundo é uma componente variável que ficará indexada aos resultados do emitente⁵⁹.

No caso em apreço os detentores destes títulos detêm direitos em tudo similares aos obrigacionistas, nomeadamente eleger um representante perante a entidade e tomar conhecimento dos negócios da entidade.

Os Fundos de Investimento / Unidades de participação

Os fundos de investimento enquadram-se dentro da “categoria” da gestão de patrimónios coletivos⁶⁰, categoria essa que também engloba as sociedades de investimento e os *trusts*.

Quanto à sua construção podemos afirmar que consistem num agregado de partes sem valor nominal fracionados pelo seus participantes. Estas partes são designadas como unidades de participação e podem ser do tipo comum, havendo uma partilha igualitária de poderes entre os participantes, ou do tipo especial em que são previamente previstas em regulamento direitos ou características especiais para os participantes que as detenham. Nenhum dos participantes, independentemente do tipo de unidade de participação que detenha, poderá dirigir instruções específicas quanto à gestão do fundo, sendo que tal é da exclusiva

⁵⁶ Esta matéria é tratada no DL n.º 321/85, de 5 de agosto.

⁵⁷ Obrigações com taxa suplementar variável

⁵⁸ Ou em caso de falência da entidade.

⁵⁹ Por exemplo a evolução do PIB

⁶⁰ Por oposição à gestão de patrimónios pessoais ou de carteiras.

competência de especialistas da entidade financeira que colocou o produto à disposição dos investidores.

A principal vantagem deste produto está na divisão do património pelos participantes permitindo assim uma dispersão do risco pelos seus intervenientes, bem como um acumular de massa crítica para realizar determinadas operações que de outra forma estariam vedadas aos participantes atuando individualmente. É necessário aqui referir um dos principais – se não o principal – dever do gestor, que consiste na necessidade de todos os atos de gestão por ele praticados terem de ter necessariamente como fim último o interesse dos participantes.

Os fundos de investimento podem ser, quanto ao seu objeto, fundos de investimento mobiliário, (constituídos por ativos de elevada liquidez tais como valores mobiliários, depósitos bancários à ordem ou a prazo não superior a 12 meses e que sejam susceptíveis de mobilização antecipada, instrumentos financeiros derivados entre outros⁶¹) ou fundos de investimento imobiliário em que tal como o próprio nome refere o seu objeto são valores imobiliários.

Dentro dos fundos de investimento em valores mobiliários cabe referir ainda outra distinção, esta em virtude de lhes ser aplicável o mecanismo do passaporte comunitário ou não. Os primeiros denominados fundos harmonizados por obedecerem ao normativo jurídico constante do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo⁶² podem ser comercializados livremente em todo o espaço comunitário. Pelo contrário os fundos de investimento em valores mobiliários que não obedeçam aos requisitos do referido regime são denominados fundos não harmonizados e só casuisticamente poderão ser comercializados fora do espaço nacional onde surgiram. As últimas tendências regulatórias têm vindo a por em causa esta distinção uma vez que já são poucos os produtos financeiros não sujeitos a uma harmonização mínima.

Existe ainda uma outra distinção possível em função do número de unidades de participação ser fixo ou não. No caso dos fundos abertos é admitido um aumento e diminuição de subscrições durante a vida útil do fundo; já no caso

⁶¹ O conteúdo das carteiras legalmente aceites em Portugal é elencado no artigo 45º do DL n.º 252/2003 de 17 de Outubro

⁶² Conforme o Título III do decreto-lei n.º 252/2003 de 17 de outubro

dos fundos fechados⁶³ tal não é admitido, uma vez que o número de unidades de participação é tendencialmente fixo não sendo desta forma admitido o resgate.

Existem ainda outras modalidades de fundos de investimento que cumpre aqui ainda que brevemente referir.

- Fundos de fundos - a designação destes fundos é autoexplicativa, os investimentos destes fundos são unidades de participações noutros fundos.
- Fundos de tesouraria - têm como objeto de investimento instrumentos financeiros de curto prazo (papel comercial, entre outros)
- Fundos garantidos - este tipo de fundo caracteriza-se por ter a particularidade de o próprio fundo integrar um sistema de garantia em que terceiros conferem uma proteção ao capital investido ou a um patamar de rendimentos.
- Fundos de negociação bolsista- fundos admitidos em negociação em bolsa de valores e que têm como objetivo obter um desempenho dependente do comportamento de um determinado indicador de referência, indicadores esses que podem consistir em índices, um determinado ativo ou estratégias de investimento.
 - Dentro desta tipologia de fundo podemos encontrar cinco modalidades Actively – Managed ETF; Inverse ETF ou Short ETF, Leveraged ETF, Leverage Inverse ETF e Tracker.⁶⁴

Alem da possível alienação com eventual mais-valias sempre que estejamos perante um fundo aberto com um desempenho positivo, os rendimentos resultantes deste podem ser, caso estejamos perante um fundo de distribuição, na totalidade ou em parte distribuídos pelos seus subscritores, diminuindo assim o valor de cada unidade de participação; se, pelo contrário, na tipologia do fundo não

⁶³ Esta distinção tem particular relevância no âmbito das obrigações de informação a prestar por parte das instituições financeiras, nos fundos de investimento abertos a divulgação do valor de cada unidade de participação tem de ser diária enquanto que nos fundos de investimento fechados a mesma só necessita de ser mensal

⁶⁴ Para uma definição de cada uma das modalidades consultar: “Glossário de Termos Relativos a Instrumentos Financeiros” CMVM

estiver prevista a distribuição dos rendimentos e estes forem reintroduzidos no património estamos perante um fundo de capitalização.

À semelhança de outros produtos financeiros analisados, também os fundos de investimento ao serem adquiridos em instituições financeiras vão estar sujeitos a comissões, nomeadamente comissão de subscrição, gestão e de resgate.

Geralmente a comissão de gestão neste tipo de produtos apresenta um valor mais elevado do que nos produtos que temos vindo a analisar: tal facto é facilmente compreendido se tivermos em conta que, neste caso, a entidade gestora detém um papel muito mais ativo pois é ela a única responsável pela gestão da carteira. Outra particularidade desta comissão é que ela já se encontra incorporada no valor da unidade de participação aquando do momento da subscrição do produto. Este facto pode tornar pouco claro para o investidor qual é o verdadeiro valor da sua participação.

Tal como para as ações, a rendabilidade do fundo não é garantida nem é possível fazer uma correta previsão da evolução do valor de um determinado fundo: o que acontece no momento imediatamente anterior à subscrição é que ao investidor devem ser apresentados documentos ilustrativos do desempenho de fundos similares no passado. Estes desempenhos anteriores por razões óbvias não geram na esfera da entidade gestora qualquer tipo de obrigação de obter os mesmos resultados com o fundo atual.

Por forma a melhor informar o potencial investidor defendemos que deve ser criado um critério objetivo sobre quais as tipologias de fundos a apresentar como representativos de desempenho do objecto do futuro investimento. Por exemplo se o fundo que a entidade esta a sugerir é relativo a ações de empresas do mercado asiático, os modelos de fundo exemplificativos devem conter pelo menos 75% de participações semelhantes ou, em alternativa, apresentar uma simulação do possível rendimento do fundo se tivesse sido criado nos cinco anos imediatamente anteriores ao momento da oferta, respeitando aquelas características.

Tal sugestão prende-se com o facto de, caso não exista uma uniformização nos modelos a apresentar o investidor pode, devido ao fenómeno da assimetria

informativa, encontrar-se numa posição extremamente frágil e fácil de manipular, considerando que a entidade que pretende vender o produto possui toda uma miríade de informação que este não tem.

Além da rendibilidade não ser garantida, os fundos de investimento estão sujeitos ao perverso problema do conflito de interesses. Ao não serem os detentores dos fundos a gerirem a sua carteira, não existe a real garantia que o gestor para tal contratado não acabe por prosseguir os seus interesses pessoais, caso estes colidam com o dos investidores.

Para solucionar tal problema a opção que tem sido tomada é que parte dos rendimentos do gestor estejam associados aos rendimentos do fundo. Esta solução aparenta na sua simplicidade resolver o problema; contudo, como adiante veremos o ser humano mensura de forma diferente o risco de não ganhar e o risco de perder, tal comportamento tem levado os gestores a correr riscos desmesurados na procura do rendimento do fundo, menosprezando o risco de perda pois, caso esta aconteça, eles só serão afetados num não ganho e não numa efetiva perda de património, ao contrário do que acontecerá com os investidores.

Embora o CVM, no seu artigo 1.º, não concretize a classe dos produtos financeiros complexos, a prática financeira bem como a própria Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM⁶⁵) têm vindo recorrentemente a fazer uma distinção na forma de tratamento dos valores mobiliários ditos tradicionais e dos produtos financeiros complexos que de seguida apresentamos.

⁶⁵ Esta entidade foi criada em abril de 1991, esta sujeita LEI-QUADRO DAS ENTIDADES REGULADORAS (Lei n.º 67/2013, de 28 de Agosto) e os seus estatutos foram Aprovados pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro sendo posteriormente alterados pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro

Produtos Financeiros complexos

Fruto do princípio da atipicidade⁶⁶ atualmente⁶⁷ conferido pelo Código dos Valores Mobiliários⁶⁸ a diversidade na oferta de produtos financeiros tem vindo a aumentar de uma forma avassaladora. Esta característica é particularmente evidente no caso dos produtos financeiros complexos, a qual justifica a lista que de seguida iremos apresentar e analisar, que não pretende ser exaustiva mas apenas representativa dos mais utilizados: Certificados; CFD (contrato diferencial); Contratos derivados sobre divisas (Forex Forward); Contratos de seguro ligados a instrumentos financeiros⁶⁹; Depósitos Duais; ETF (Exchange Traded Funds); Obrigações estruturadas; Soluções de proteção de taxas de juro (caps); *SWAPS*; *Warrants* autónomos; Valores mobiliários representativos de dívida com possibilidade de perda de capital (*Notes*).

Vejamos agora cada um deles em particular.

Certificados

Os certificados são valores mobiliários que replicam⁷⁰ as oscilações de um determinado ativo que tomam como referencia, geralmente com base em índices do mercado de ações, sendo que o retorno é entregue aos investidores numa data previamente fixada. Podem, no entanto, ser definidas algumas particularidades: pode ser estabelecido um teto máximo ou mínimo de remuneração ou serem estabelecidos diversos momentos para o apuramento do valor do activo subjacente por oposição ao apuramento realizado somente no momento da maturidade.

⁶⁶ Até a aprovação do código de 1999 existia a questão doutrinária se a lista de valores mobiliários referidos na lei era exaustiva ou meramente exemplificativa. Com a nova consagração legal o legislador em nosso entender veio defender a interpretação de uma lista exemplificativa.

⁶⁷ Defendendo contudo um princípio da tipicidade não taxativa: DANIELA BAPTISTA PASSOS, O Princípio da Tipicidade e os Valores Mobiliários, em MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (org.), Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Coimbra (2007), 87-121

⁶⁸ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro com as últimas alterações conferidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro

⁶⁹ Quando esse instrumento financeiro se tratar de fundos de investimento denominação de Unit Linked.

⁷⁰ Se o certificado replicar o comportamento da referência escolhida de forma inversa toma o nome de certificado reverse

Resultado da construção que acabamos de explicar, o investidor neste tipo de produtos está exposto à possível inexistência de qualquer remuneração bem como, em ultimo caso, à perda de todo o capital investido; em menor monta devemos ainda considerar a possibilidade de erros técnicos na reprodução do comportamento do activo subjacente (seja por via do reset diário quer de erros informáticos) bem como o eventual risco cambial caso o ativo subjacente seja transacionado noutra moeda que não a do certificado.

CFD⁷¹ (contrato diferencial)⁷²

Os CFD são, na nossa opinião, e tendo em conta os produtos financeiros aqui analisados, o mais complexo e aquele que mais expõe o investidor a potenciais perdas; contudo, no reverso da medalha, são também aqueles com maior rendibilidade aparente.

O CFD é um contrato de compra e venda tomando como referencia um vista um determinado ativo: se o preço deste, no momento acordado, for superior ao convencionado o comprador (neste caso o investidor) paga a diferença; se pelo contrário for inferior será o vendedor (normalmente o intermediário financeiro) a pagar.

A sua estrutura tanto permite a aposta na valorização do activo subjacente como na desvalorização, designando-se por posições longas e posições curtas respetivamente. Este produto financeiro é muitas vezes acusado de ser meramente especulativo pois os investidores não ganham directamente com o bom desempenho de uma determinada empresa, interessando-lhes somente “acertar” na última tendência, uma vez que nunca chegam a adquirir qualquer parte do activo subjacente. A reforçar esta ideia está o facto de este tipo de investimento ser geralmente realizado com maturidades muito curtas tirando partido muitas vezes das pequenas oscilações diárias.

Por forma a maximizar a rendibilidade destes produtos geralmente estão formulados com uma grande alavancagem, permitindo que no momento da

⁷¹ Esta sigla têm origem no termo anglo-saxónico Contracts for Difference

⁷² FERREIRA DE ALMEIDA, Contratos Diferenciais, Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa (2008), Vol.II, 81-116

abertura da posição o investidor somente tenha de pagar uma pequena parte do valor subjacente, e só no momento do fecho é pago o montante total subtraído aos ganhos ou acrescido das perdas.

Quanto aos ativos subjacentes não existe limite ao que as partes pretendam convencionar, desde que tal realidade seja quantificável matematicamente. Contudo, geralmente são escolhidos para ativo subjacente índices, acções, *forex* ou mercadorias.

Tratando-se de um produto alavancado o investidor está sujeito a perder montantes superiores à totalidade do capital investido sendo assim chamado a fazer reforços de margem⁷³, podendo mesmo acontecer que as suas posições sejam fechadas compulsivamente se a perda for demasiado acentuada, ficando assim o investidor obrigado a repor os valores perdidos.

Tal como no caso dos certificados, também aqui um problema técnico na plataforma pode impedir o investidor de negociar os seus interesses em tempo útil: neste produto tal situação é particularmente grave pois a negociação como anteriormente dissemos é muitas vezes realizada diversas vezes ao dia.

Além destes dois riscos particulares os CFD's também estão sujeitos ao risco da contraparte⁷⁴ e a riscos de liquidez, este último se deixar de existir procura pelo produto no mercado.

Devido à sua estrutura e funcionamento muito particular entendemos que os moldes em que a transação deste tipo de produtos é realizada deve ser repensada, neste sentido bastando tomar em consideração que muitas das transações destes produtos são realizadas *online* em plataformas próprias com poucas ou nenhuma barreira à entrada.

Contratos derivados sobre divisas (*Forex Forward*⁷⁵)

Recorrendo a uma imagem bastante simplista podemos considerar os *Forex Forward* como os CFD's sobre divisas uma vez que também aqui o investidor

⁷³ Inserir mais capital na plataforma de maneira a garantir que possui saldo para sustentar as perdas.

⁷⁴ Caso a contraparte (vendedor) entre em incumprimento o investidor pode mesmo que a evolução seja positiva perder o seu investimento.

⁷⁵ Existe ainda outro tipo de *Forex*, os *Forex Spot* contudo estes não são considerados complexos uma vez que não existe uma relação entre um ou mais ativos.

“aposta” nas flutuações das divisas ou relações monetárias⁷⁶ entre duas moedas dentro da mesma sessão ou entre sessões. É de referir que nunca chega a apostar nas divisas em concreto ficando-se somente pelas variações. À semelhança dos CFD’s este tipo de produto também recorre geralmente à alavancagem para maximizar o seu potencial.

Os riscos para o investidor são exactamente o mesmos que o referidos para o CFD’s.

Contratos de seguro ligados a instrumentos financeiros⁷⁷

Os contratos de seguro aqui mencionados geralmente revestem a forma de seguro de vida em que a seguradora investe os prémios líquidos pagos pelo tomador do seguro em ativos financeiros designados previamente. O segurado terá assim o saldo da sua apólice expresso em unidades de conta de fundos autónomos geridos por outrem ou em unidades de participação de fundos de investimento.

O segurado não dispõe de qualquer capacidade para transmitir instruções ao fundo contudo tem o direito a ser informado diariamente sobre o valor das unidades de conta que detém (refletindo estas as variações dos ativos de referência).

A seguradora tem como obrigação pagar o montante segurado acrescido da eventual valorização que o fundo tenha sofrido.

Podemos assim concluir que este produto possui uma natureza dupla: o seguro de vida e a operação de investimento noutros produtos financeiros.

Como indexantes de referência podem ser utilizados, entre outros, instrumentos financeiros, incluindo derivados, e fundos de investimento, matérias-primas e taxas de câmbio.

Podem ser definidas entregas periódicas, criados tetos ou garantias de rendimento.

Embora segundo a Directiva 2004/39/CE de 21 de abril não sejam considerados instrumentos financeiros e sim seguros ao fazerem depender parte

⁷⁶ Na terminologia anglo-saxónica “cross”

⁷⁷ Quando esse instrumento financeiro se tratar de fundos de investimento denominação de Unit Linked.

do seu rendimento de outros instrumentos financeiros, estão sujeitos a todos os riscos subjacentes ao produto que utilizam como indexante.

Mais recentemente contudo o DL n.º 211-A/2008 de 3 de novembro classificou-os como instrumentos financeiros complexos: pelo que atrás ficou exposto, não poderíamos estar mais de acordo com a classificação. Além disso alguns deles, ao não possibilitarem o resgate antecipado, podem gerar um problema de liquidez na esfera do segurado.

Também aqui pode surgir um conflito de interesses quanto à escolha dos indexantes caso o interesse do segurado seja preterido em relação ao da instituição financeira.

Depósitos Duais

Como o próprio nome indica este tipo de produto caracteriza-se por agregar dois produtos financeiros em simultâneo criando uma correlação entre eles.

O instrumento financeiro agregado não necessita de ser complexo pois a caracterização dos depósitos duais como produto complexo resulta da interdependência entre dois produtos.

Os riscos deste tipo de produtos replicam os riscos dos produtos que ao depósito estiver agregado. A estes acresce ainda o já referido risco de conflito de interesses, podendo o produto sugerido para indexante não ser o ideal para o investidor.

ETF⁷⁸ (fundos de negociação bolsista)

Novamente estamos perante um produto financeiro que toma outro como referencia. Assim, uma vez escolhido o indexante⁷⁹ a tomar como referência o investidor irá ver o seu produto valorizar ou desvalorizar numa forma directamente ou inversamente proporcional a este. Além da possibilidade de escolha de diversos indexantes também é possível ao investidor escolher de que forma será replicado o indexante, se de forma directamente proporcional (“ETF”-

⁷⁸ Esta sigla tem origem no termo anglo-saxónico Exchange Traded Funds

⁷⁹ O indexante pode ser qualquer outro produto financeiro desde acções, outros fundos, commodities ou variações cambiais.

tradicional”), se de forma inversamente proporcional, (“*inverse* ETF”); ou recorrendo à alavancagem, (“*leverage* ETF” ou “*leverage inverse* ETF”).

O facto do apuramento do ETF ser feito com base diária (reset diário) pode levar a um afastamento entre o seu desempenho e o desempenho do indexante que toma como referência, sendo que este facto acaba por tornar parte da informação⁸⁰ que os intermediários financeiros estão obrigados a prestar pouco clara e eventualmente viciada.

Existe ainda um outro tipo de ETF que pretendemos referir, os “Actively Managed ETF”: estes, ao contrário dos ETF *supra* referidos, não se limitam a replicar o comportamento dos indexantes e admitem sim uma gestão activa⁸¹ por parte do intermediário financeiro.

Os riscos inerentes a estes produtos prendem-se principalmente com a possibilidade de alavancagem, conflito de interesses (pelas razões *supra* descritas), bem como erros na replicação do indexante. Para nós, no entanto, o mais importante prende-se com o problema do já mencionado *reset* diário devido à enorme facilidade com que o investidor pode ser induzido em erro se apenas lhe for mostrado o comportamento do indexante e não uma simulação de como o ETF se teria comportado no passado.

Obrigações estruturadas

Ao contrário das obrigações⁸² referidas na alínea b) do artigo 1º do CVM em que o rendimento do produto é definido à partida, no caso das obrigações estruturadas o rendimento irá estar ligado ao desempenho do indexante, podendo ser directa ou inversamente proporcional. Como indexante podem ser utilizados quer produtos financeiros quer contratos. Neste produto existe ainda a possibilidade de serem fixados tetos máximos de rendimento ou garantido um valor mínimo de rendimentos.

⁸⁰ Nomeadamente os últimos desempenhos do indexante que irá ser tomado como referência.

⁸¹ Cria-se assim uma figura muito similar as fundos de investimento diferenciando-se apenas por estes produtos poderem ser negociados em mercado secundário.

⁸² *Supra* paginas 32,33,e,34

Os riscos associados a estes tipos de produtos são os próprios do indexante escolhido. Além destes pode ainda o investidor estar sujeito ao reembolso antecipado por parte do emitente⁸³, à perda da totalidade do capital investido e à possibilidade de existir um conflito de interesses entre as suas pretensões e as da instituição financeira que oferece o produto.

Soluções de proteção de taxas de juro (caps)

A criação deste produto financeiro tem como objectivo segurar o contraente de um determinado crédito contra as oscilações da taxa de juro. É um produto assim autónomo mas que faz depender a sua existência do crédito a que se refere.

Posteriormente, estes produtos começaram a ser negociados de forma independente dos créditos a que estavam adstritos, de uma forma em nosso entender unicamente especulativa pois já não existia nenhum interesse de proteção das oscilações da taxa que estava na sua génese.

Como indexantes podem ser utilizados quaisquer contratos de crédito ou indexantes destes.

Considerando a sua estrutura bem como o seu potencial no património do investidor, no momento da maturidade, questionamo-nos se este tipo de produto não deveria deixar de ser transacionado de forma independente e passar a pertencer exclusivamente na esfera dos seguros.

Warrants autónomos⁸⁴

Os warrants são produtos financeiros associados que atribuem ao seu detentor a faculdade de, no momento da maturidade, caso assim o entenda, comprar ou vender unidades do produto aos quais estão indexados. O investidor obtém assim um ganho com a diferença entre o preço fixado no momento da criação do *warrant* e a cotação do ativo subjacente no mercado.

Como ativo subjacente pode ser utilizado qualquer produto financeiro que esteja sujeito a flutuações de mercado.

⁸³ No caso das obrigações em que assim é previsto.

⁸⁴ A primeira menção deste tipo de produto consta do DL n.º 172/99 de 20 de maio

Este tipo de produto vai um passo além das tradicionais obrigações com *warrant* pois embora a sua estrutura seja muito semelhante a estas, a sua função principal já não é garantir uma proteção do obrigacionista mas sim criar um produto altamente negociável no mercado.

Consoante aquilo que o investidor espere que aconteça, a denominação do *warrant* será diferente: apostando numa subida de preço do ativo subjacente e como tal ganhando com essa diferença temos o “*call warrant*”; se pelo contrário o investidor esperar que a tendência do ativo subjacente for de baixar o preço temos o “*put warrant*”; similar ao *call warrant* mas com um teto máximo que uma vez atingido cessa a capacidade do investidor de exercer o seu direito⁸⁵ temos o “*turbo warrant*”; por fim utiliza-se a denominação de “*inline warrant*” para os *warrants* que além da barreira do teto máximo do ativo subjacente também fixem uma barreira similar para um preço mínimo.

Outras catalogações são possíveis ao *warrants* nomeadamente no que ao seu momento de exercício diz respeito. Vejamos:

- Estilo americano – pode ser exercido a todo o momento, desde a emissão até à sua maturidade;
- Estilo europeu – só pode ser exercido no momento em que atinge a maturidade;
- Estilo asiático – só pode ser exercido no momento em que atinge a maturidade mas por um valor médio das flutuações que este sofreu desde o momento da emissão; com períodos de *black out* durante o período de vida do *warrant*, existem momentos em que o direito não pode ser exercido.

Outras classificações são possíveis⁸⁶, contudo consideramos que nada acrescentam à discussão que aqui nos propusemos a ter.

Tal como os restantes produtos apresentados, também nos *warrants* autónomos existe o risco da perda do capital investido, tal sendo particularmente possível nos *turbo warrants* e nos *inline warrants* devido às já referidas barreiras

⁸⁵ Esta barreira tem a denominação jurídico-financeira de knock-out

⁸⁶ Sobre esta matéria consultar PAULO CAMARA, Manual de Direito dos Valores mobiliários, (2011), 165-171

no caso deste produto financeiro. Ao contrário do que refere a CMVM⁸⁷, consideramos que o risco de conflito de interesses é mais reduzido uma vez que o subscritor é que escolhe a tendência em que pretende apostar.

SWAPS

Este tipo de produto é um contrato de transferência de risco, uma construção que demonstra muitas similitudes com os referidos “caps”⁸⁸ e os “contratos diferenciais”⁸⁹.

Por força da transposição da DMIF para o nosso ordenamento passaram a figurar no CVM como instrumentos financeiros.

Os SWAPS, na sua estrutura, são um contrato de venda de um risco que o seu detentor direto não pretende assumir, pagando para tal um prémio que será tanto maior quanto maior a probabilidade do evento de crédito ocorrer.

Existem dois grandes grupos de *swaps*: os *equity swaps*, que implicam liquidação física do objecto que titulam⁹⁰, e os CDS's (*credit default swaps*), instrumentos que confere ao seu comprador a proteção sobre o incumprimento de um determinado crédito passando esse risco para a esfera do vendedor do mesmo.

Podemos considerar que este tipo de produtos funciona em moldes muito semelhantes aos seguros, contudo por razões do seu enquadramento jurídico não estão sujeitos aos mesmos princípios regulatórios que estes.

Os supra referidos CDS's têm vindo a ser muito criticados em particular no período pós-crise de 2007/2008 porque muitas vezes são apontados como um dos grandes elementos que contribuíram para o agravar do risco sistémico. Tal facto deveu-se à venda e revenda destes produtos: as entidades ao comprarem este “seguro” de cumprimento, contabilisticamente apresentavam-se como perfeitamente saudáveis. Através da diluição dos produtos com uma forte probabilidade de incumprimento em carteiras “mais seguras” este risco deixava de

⁸⁷ Na sua brochura referente aos Produtos Financeiros Complexos (2012)

⁸⁸ *Supra* pagina 44

⁸⁹ *Supra* paginas 41 e 42

⁹⁰ Este tipo de produtos pode de acordo com alguns autores ser utilizado como uma ferramenta o *empty voting*, neste sentido: PAULO CAMARA, Manual de Direito dos Valores mobiliários, (2011), 193

ser mensurado de forma realista; no entanto, o surgimento dos primeiros incumprimentos levou ao comprometimento de alguns elos da cadeia, elos esses que ao serem incapazes de cumprir com as suas obrigações geraram um efeito bola de neve que se alastrou ao restante sistema financeiro.

Não é justo, em nosso entender, considerar que as transações em massa e pouco reguladas destes produtos foram por si só a única e principal causa da crise que se iniciou em 2007-2008: a verdade é que uma parte significativa do sistema financeiro estava construída sobre a premissa de uma constante valorização de todos os ativos. Quando os primeiros produtos começaram a falhar, começaram a ser acionados os diversos mecanismos de segurança, tendo estes falhado um após o outro pois ninguém estava mais disposto a dar o valor pelo qual os produtos financeiros tinham sido avaliados, tal facto sendo transversal quer a bem corpóreos quer incorpóreos.

Quando finalmente a exigência do pagamento de créditos fez acionar as hipotecas, as instituições de crédito viram-se em mãos com um sem fim de imóveis que não conseguiam escoar aos preços pelos quais tinham sido avaliados, ficando estes assim com problemas de capitalização.

Esta pequena reflexão não pretende debruçar-se a fundo sobre as múltiplas razões que iniciaram a crise de 2007-2008 nem tão pouco “lavar” a culpa do CDS’s; pretendemos sim identificar de uma forma justa o seus contributos para a mesma.

Fenómeno que neste capítulo nos limitaremos a referir é o da auto-regulação, na medida em que a maioria dos CDS’s são celebrados recorrendo a contratos padronizados, no caso em análise o mais das vezes redigidos pela *International Swaps And Derivatives Association*.

A criação de associações privadas altamente especializadas em determinados produtos financeiros, para além do seu enorme potencial benéfico pode, se levado a um excesso, conduzir ao fenómeno perverso da captura do regulador de duas maneiras:

- A primeira por inércia deste: o regulador, ao saber que determinados produtos são negociados segundo um código de conduta comum, não encetará tantos esforços para salvaguardar o investidor pois irá partir do

princípio que os mesmos foram gerados tendo como pressuposto o equilíbrio negocial de ambas as partes, o que poderá não ser inteiramente verdade;

- A segunda, atingindo a associação um determinado tamanho, esta irá começar a aliciar economicamente os melhores recursos humanos do regulador⁹¹ podendo mesmo colocar em risco a competência do capital humano do regulador, devido às limitações orçamentais a que estão sujeitas as entidades públicas, nomeadamente ao nível da capacidade remuneratória destas⁹².

Valores mobiliários representativos de dívida com possibilidade de perda de capital (*Notes*)

Este valor mobiliário apresenta grandes semelhanças com as já referidas obrigações estruturadas⁹³, apresentando contudo como característica distintiva a possibilidade de, uma vez atingida a maturidade do produto, o investidor perder o capital investido.

Os indexantes admissíveis são os mais variados, desde ações a taxas de câmbio ou índices.

Neste produto também se verificam os riscos de perda total do capital investido, de reembolso antecipado (em algumas variantes) pelo emitente, bem como um potencial risco de conflito de interesses entre o emissor e o cliente.

O risco acrescido de perda de capital leva também a que este produto por norma tenha uma rendibilidade potencial superior à das obrigações estruturadas. Apesar disso, na sua forma fundamental, o produto não orbita muito longe quer do nível de complexidade quer de materialização do risco de outros produtos que temos vindo a apresentar; é, no entanto, em algumas das suas subcategorias que surge o “problema”.

⁹¹ Tal fenómeno é retratado eximamente no documentário “*Inside Job*” (2010) de Charles Ferguson

⁹² Defendemos que para evitar este fenómeno as diferenças nas condições laborais entre publico e privado não se podem centrar unicamente no rendimento caso contrario o ente publico será sempre prejudicado.

⁹³ Supra paginas 45 e 46

Optamos por deixar as *notes* para o fim desta exposição relativa aos produtos financeiros porque elas são, na nossa opinião, um claro exemplo de um dos maiores riscos do atual mecanismo de investimento na relação entidade-cliente.

Num valor mobiliário que, dentro dos produtos complexos, aparentava alguma simplicidade sob a proteção da já referida liberdade de forma, foram criadas múltiplas variantes, algumas delas de tal forma complexas que são praticamente impossíveis de explicar com rigor e clareza ao investidor comum⁹⁴.

Além da possibilidade de serem introduzidas barreiras de *knock-out* reembolsos antecipados, reembolsos automáticos, liquidações físicas ou financeiras.

Duas das variantes mais que queremos destacar são a existência de modelos em que são introduzidos mecanismos de *switch* nos quais com a adoção de um mecanismo discricionário (que o cliente⁹⁵ não tem forma de calcular) a entidade emitente permite-se substituir o critério de remuneração definido.

Bem como é o caso das *notes reverse convertible*, em que o risco de perdas pode ultrapassar o próprio período de vida do produto adquirido.

Estas variantes são apenas um exemplo do que atualmente acontece em alguns produtos financeiros.

As novas variantes já pouco se assemelham quer em termos de risco, quer de complexidade, com o produto original; contudo, é sob a sua capa que são anunciados e negociados.

A título de breve resumo apresentamos uma tabela onde são elencados diversos instrumentos financeiros separando os complexos dos não complexos:

⁹⁴ Quando aqui referimos investidor comum estamos apenas a considerar aqueles cujo perfil se coaduna com a transação de produtos complexos.

⁹⁵ Nem a entidade tem de o apresentar justificando de forma rigorosa como o mensurou.

SÃO INSTRUMENTOS FINANCEIROS NÃO-COMPLEXOS:	SÃO INSTRUMENTOS FINANCEIROS COMPLEXOS:
Ações negociadas em mercado regulamentado	Ações não negociadas em mercado regulamentado
Obrigações, que não incorporem derivados (exemplos: obrigações do tesouro, obrigações de dívida privada)	Obrigações que incorporam derivados (exemplo: obrigações com <i>warrant</i>)
Instrumentos do mercado monetário (como por exemplo bilhetes do tesouro e papel comercial)	Unidades de participação em fundos especiais de investimento
Unidades de participação em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados	Títulos de participação
Unidades de participação em fundos de investimento imobiliário abertos	Direitos (de subscrição e de incorporação)
Unidades de participação em FPR/E	<i>Warrants</i> autônomos (incluindo <i>turbo warrants</i> , <i>inline warrants</i>)
Unidades de participação em PPA	Certificados
	<i>Reverse convertibles</i>
	<i>Credit linked notes</i>
	Valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis (VMOC)
	Futuros
	Opções
	<i>Swaps</i>
	<i>Forwards</i>
	Contratos derivados para a transferência de risco de crédito
	Contratos diferenciais (CFD)
	Contratos derivados sobre mercadorias

96

⁹⁶ Tabela retirada da Brochura “A ADEQUAÇÃO DO INSTRUMENTO FINANCEIRO AO PERFIL DO INVESTIDOR da CMVM (2012)

5. Regulação e Informação

i. O dever de informação⁹⁷

Considerando a multiplicidade de produtos analisados, qual a forma mais eficaz de garantir que o dever de informação é cumprido? Deve o regulador optar por criar normas regulatórias específicas para cada produto? Deve, agrupá-los por tipologia? Ou, considerando a livre forma que podem tomar, definir somente regras gerais?

Antes de procurar uma resposta para este problema vejamos em que se traduzem atualmente os deveres de informação que devem ser prestados pelos intermediários financeiros.

O investidor deve ser informado por escrito⁹⁸ das principais características do produto que pretende adquirir, da perspectiva de rendibilidade do produto, do risco a ele associado, bem como dos custos e comissões cobradas pelo intermediário financeiro para realizar as operações⁹⁹.

Quanto à forma ou aos custos das comissões não surgem grandes dúvidas no cumprimento do dever; é na obrigatoriedade de fazer o investidor (em particular o não qualificado) compreender os riscos que corre ou o potencial de rendibilidade do produto que podem, em nosso entender, surgir problemas.

Para produtos financeiros estabelece o regulador que, no mínimo, deve ser garantido que o investidor compreende os seguintes critérios:

- Riscos associados ao instrumento financeiros (credito, diferenças cambiais, liquidez);
- O efeito alavancagem;

⁹⁷ Este dever consta da Subsecção VIII da Secção III do código dos valores mobiliários (art.º 321.ºss) bem como do capítulo II do título VI do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

⁹⁸ Considera-se o dever cumprido se a informação for facultada em formato digital.

⁹⁹ Esta exigência encontra o seu fundamento legal no Decreto-Lei nº 211-A/2008, de 3 de Novembro

- O risco de perda da totalidade do valor investido ou até de um valor superior;
- O conceito de margens ou de garantias adicionais (necessárias em alguns produtos);
- O grau de inconstância do preço dos produtos¹⁰⁰;
- As particularidades inerentes ao mercado do produto que pretende adquirir.

Por muito competente e dedicado que o intermediário financeiro seja, é quase impossível garantir que o investidor de facto absorveu o que lhe foi explicado: apenas algo similar à realização de um teste permitira aferir do sucesso na transmissão de tal informação.

Parece-nos, no entanto, francamente ridículo sujeitar os potenciais investidores a um exame sobre a matéria dada.

Para contrariar isso, os mais recentes desenvolvimentos regulatórios vão no sentido de procurar garantir a adequação entre o objeto solicitado pelo cliente e o que é mais adequado para ele. O intermediário deve assim utilizar as informações que recolheu para garantir o melhor para o seu cliente, mesmo que esse não seja o seu pedido inicial.

Este procurar corresponder ao pedido do cliente olhando, mais do que para o pedido em si, para a sua rácio, toma como pressuposto e é o natural desenvolvimento do princípio do *know your customer*¹⁰¹.

Para conjugar estas duas realidades da melhor forma possível é exigido ao intermediário que realize uma serie de procedimentos de correspondência entre o

¹⁰⁰ No que às informações sobre a inconstância diz respeito acreditamos que seria benéfico acrescentar a esta a indicação dos valores máximos e mínimos atingidos pelo produtos bem como as datas desse evento e (caso exista) o enquadramento sobre a razão para tal preço anormalmente alto ou baixo.

¹⁰¹ Conheça o seu cliente

pedido e o perfil do cliente. Por forma a não tornar demasiado oneroso este procedimento são definidos na Diretiva¹⁰² três diferentes níveis de exigência:

- *suitability test* – que tem aplicação na prestação dos serviços de consultoria para investimento e de gestão de carteiras. Caso o cliente se recuse a fornecer a informação relativa aos seus conhecimentos, experiência, situação financeira e objectivos de investimento, o intermediário não pode prestar o serviço;
- *execution-only* – não será necessário a obtenção de qualquer informação nem a subsequente análise do carácter adequado da operação quando o solicitado for somente a execução, recepção ou transmissão de ordens desde que os seguintes requisitos estejam preenchidos:
 - a) a transação seja referente a instrumentos financeiros não complexos;
 - b) o serviço seja prestado por iniciativa do cliente;
 - c) o cliente tenha conhecimento da atuação exigível do intermediário financeiro nestas circunstâncias e seja informado de eventuais conflitos de interesses.
- *appropriateness test* – aplicável às restantes situações, o intermediário financeiro é obrigado a solicitar informações mas, na ausência destas, presta o serviço após informar o cliente da impossibilidade de apreciar a adequação da mesma ao seu perfil.

Em resumo é assim criado um mecanismo de avaliação da adequação qualitativo resultante da relação entre o negócio visado e o cliente.

Embora aqui não seja tido em consideração, entendemos que a componente quantitativa deveria ser um dos critérios a considerar, pois além da experiência do

¹⁰² DMIF

cliente, o volume e a diversidade da carteira do mesmo podem justificar que uma determinada opção mais arriscada seja tomada.

Defendemos esta posição porque, em nosso entender, o principal motivo para a existência de investimentos desadequados ou uma exposição excessiva ao risco prende-se acima de tudo com a forma como são remunerados os corretores, bem como a definição de objectivos por agência e não tanto os erros no que concerne aos investidores.

Embora seja difícil materializar um outro agente que não o intermediário financeiro para realizar este teste ele é não raras vezes parte interessada pois, como mencionado, o seu rendimento deriva diretamente dos resultados deste.

Para contornar este problema sugerimos três possíveis soluções:

- Os dados referentes ao cliente e à sua opção de investimento são tornados anónimos e comunicados desta forma a outro intermediário financeiro para por este serem analisados
- Os dados referentes ao cliente e à sua opção de investimento são transformadas em variáveis informáticas para posteriormente serem introduzidas num *software* de adequação desenvolvido sob a vigilância da entidade reguladora
- O novo investidor será submetido a uma figura similar a um “período de estágio” em que só parte das ordens serão admitidas, recorrendo-se a uma simulação por *benchmarks* para o restante capital que cliente pretendia investir, sendo que findo este período seria exigido ao intermediário a desconstrução da simulação e a explicação dos resultados da mesma, ficando assim o cliente apto a realizar os novos investimentos sem limitações.

Embora a primeira hipótese de solução seja a que mais próxima se encontra do atual sistema, a introdução da necessidade de coordenação entre intermediários financeiros concorrentes entre si torna praticamente impossível a sua concretização até porque seria necessário também definir em que medida cada intermediário iria contribuir.

A segunda hipótese surge como uma alternativa à primeira e se é verdade que perde no rigor com que é feita a análise ao perfil e ao futuro investimento, é também verdade que ganha em operabilidade, pois a sua aplicação está só à distância do desenvolvimento de um programa informático.

A terceira proposta pode funcionar *per si* ou como complementar de qualquer uma das anteriores. Obviamente que será necessário enquadrar muito bem os moldes em que é desenvolvido o “estágio”, a sua duração e a capacidade negocial concedida, mas fruto da experiência negocial que desenvolvemos, em particular nas plataformas *online*, consideramos que esta pode ser a ferramenta ideal para determinado tipo de produtos financeiros (nomeadamente os produtos complexos ou outros negociados diariamente em grande quantidade). Desta forma o investidor aprende fazendo e tem uma percepção imediata das consequências das suas ações (sem a totalidade do risco inerente) conseguindo assim aprofundar os seus conhecimentos e consequentemente diminuir futuramente a sua exposição ao risco.

Esta proposta toma como princípio a técnica utilizada pelas plataformas de *trading online* que permitem a criação e simulação de operações em contas *dummy* sem o cliente necessitar de arriscar o seu capital.

Em suma devido às múltiplas expressões de produtos consideramos que os deveres de informação e adequação só são eficazmente cumpridos através da categorização dos mesmos em função do risco e complexidade de cada um.

Se é verdade que para muitos dos produtos financeiros tradicionais uma mera explicação por parte do profissional da agência do intermediário financeiro basta para o cliente compreender o que pretende negociar, é igualmente verdade que em alguns casos tal é claramente insuficiente.

Fruto da nossa pesquisa para outro trabalho constatámos que muitos profissionais que dão a cara de conhecidos intermediários financeiros não possuem a formação para esclarecer os seus clientes sobre as particularidades dos produtos financeiros menos comuns¹⁰³.

¹⁰³ Nomeadamente *hedge funds*

Tal é perfeitamente compreensível se tomarmos em consideração a imensidão de produtos existentes; contudo, se é compreensível que profissionais da área ou de áreas adjacentes não saibam as particularidades dos produtos mais complexos, por maioria de razão não podemos esperar que um investidor não qualificado apreenda todas as implicações do seu investimento através da leitura de um prospeto, por mais completo que este se lhe apresente.

Tomando como referencia a prática atual¹⁰⁴, sugerimos a alteração de algumas das categorias¹⁰⁵:

- i. perda de juro por mobilização antecipada;
- ii. risco de rendibilidade nula;
- iii. risco de perda da totalidade do capital investido;
- iv. risco de perdas superiores ao capital investido;

Partindo destas categorias consideramos que, para concretizar o dever de informação e adequação às categorias i. e ii., seja somente exigível ao intermediário financeiro a entrega de um documento explicativo dos riscos inerentes ao produto sendo que na categoria i. bastaria uma tabela contendo a relação entre a perda e o prazo decorrido; no caso da ii. a tabela deveria conter 3 simulações: uma referente ao desempenho do produto nos últimos 3 meses, no ultimo ano e o desempenho espectável do produto na data da sua maturidade.

Nos casos de risco de perda da totalidade do capital investido deveria ser implementa primeira ou segunda medida complementar *supra*¹⁰⁶ sugeridas bem como as simulações de desempenho indicadas para ii.

Para a categoria iv. recomendamos a aplicação de todas¹⁰⁷ as medidas atrás sugeridas¹⁰⁸.

¹⁰⁴ Regulamento da CMVM n.º 2/2012

¹⁰⁵ Na definição das categorias desconsideramos o facto de o intermediário financeiro poder ficar insolvente e consequentemente o investidor perder o capital investido que exceda os mecanismos de garantia.

¹⁰⁶ Conforme pagina 56

Admitimos que possam ser consideradas duas opções: para balizar o “período de estágio”, a primeira seria somente para o primeiro investimento em produtos complexos ser necessário a sua realização; a segunda implicaria a realização do mesmo sempre que o produto seja uma tipologia dos investimentos diferentes dos realizados até então.¹⁰⁹

Sobre esta matéria ainda pode ser levantado o problema de qual deve ser o procedimento a adotar pelo intermediário perante contas solidárias: apesar de não existir uma resposta concreta na letra da lei defendemos que todos os contitulares devem dar o seu aval antes do investimento realizado¹¹⁰.

ii. Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015

Desenvolvido pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros nasceu, em 2011, o Plano Nacional de Formação Financeira com o objetivo de:

*“contribuir para elevar o nível de conhecimentos financeiros da população e promover a adopção de comportamentos financeiros adequados, através de uma visão integrada de projectos de formação financeira e pela junção de esforços das partes interessadas, concorrendo para aumentar o bem-estar da população e para a estabilidade do sistema financeiro”.*¹¹¹

Este plano toma como ponto de partida o inquérito à literacia financeira realizado pelo Banco de Portugal em 2010 bem como os inquéritos realizados pela CMVM ao perfil do investidor particular português; os dois estudos permitiram

¹⁰⁷ Com excepção dos simuladores porque do próprio estágio decorre essa vertente.

¹⁰⁸ Conforme pagina 56

¹⁰⁹ A segunda opção parece-nos um pouco excessiva nos entraves que coloca ao exercício de direitos por parte do cliente

¹¹⁰ No mesmo sentido PAULO CÂMARA, Os deveres de categorização de Clientes e de adequação dos intermediários financeiros (2007)

¹¹¹ Excerto da nota prévia das linhas de orientação do Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015.

assim identificar as principais lacunas na formação dos portugueses sobre estas matérias, a saber:

- Pouca sensibilidade para reconhecer a poupança como fonte de riqueza necessária para a obtenção de objectivos de médio e longo prazo
- Incapacidade ou dificuldade para à comparação e avaliação dos produtos e serviços bancários recorrendo a critérios objectivos

Fruto desta informação foram definidas cinco grandes linhas de atuação do Plano:

- Melhorar conhecimentos e atitudes financeiras¹¹²
- Apoiar a inclusão financeira
- Desenvolver hábitos de poupança
- Promover o recurso responsável ao crédito
- Criar hábitos de precaução

Relativamente às duas primeiras não antevemos grandes dificuldades operacionais, sendo que em nosso entender existirá sempre uma predisposição maior a assimilar os conceitos por parte da população mais nova sendo para tal essencial o enfoque e a coordenação com os estabelecimentos de ensino para tais matérias serem ministradas.

Quanto aos hábitos de poupança vários estudos econométricos apontam para uma variação destes em função do ciclo económico, este ciclo além de influenciar o rendimento disponível também influencia as taxas de juros oferecidas tornando mais ou menos apetecível a poupança. Ainda assim o vetor ensinar a poupar é para nós o mais importante nesta área.

Considerando o quarto ponto julgamos que o melhor método para o assegurar passa pelo controlo da publicidade, bem como o realce do preço final a pagar com o crédito e sem o mesmo. Esta medida em nossa opinião pode também

¹¹² Sobre esta matéria e consultar como foram implementadas as medias educativas: <http://www.todoscontam.pt/pt/PT/PNFF/PNFF/ReferencialEducacaoFinanceira/Paginas/Referencial.aspx>

influenciar o ponto três ainda que de forma indireta uma vez que os consumidores, vislumbrando o preço final do produto recorrendo ao crédito podem, caso a necessidade não seja inadiável, poupar para adquirir o mesmo produto acabando por o adquirir a um preço substancialmente inferior na maioria dos casos.

Quanto ao último ponto o método mais eficaz de alcançar os objetivos, mais do que alertar a população, passa pela introdução de mecanismos de controlo dos agentes de mercado, atenta a sempre presente tentativa de maximização dos ganhos inerente à atividade financeira, considerando o grau de assimetria informativa entre o cliente e as instituições: por mais informado que este seja, estará sempre exposto a um grande risco. Como tal, reiteramos que neste campo o enfoque deve ser nas medidas de controlo das instituições (regulação comportamental).

Quanto ao grupo de visados desta iniciativa podemos dizer que é bastante alargado pois pretende abranger toda a população, abarcando desde estudantes do ensino secundário até à população ativa, não descurando contudo os grupos mais vulneráveis como desempregados, imigrantes, reformados e os cidadãos sem a escolaridade mínima obrigatória.

No âmbito da avaliação dos resultados foram considerados, entre outros indicadores, a realização de um segundo inquérito à literacia financeira da população portuguesa em 2015. Em nossa opinião, este é o método mais eficaz de avaliar os resultados do plano principalmente se tomarmos como termo de comparação os inquéritos que fundamentaram o mesmo.

Até à data da conclusão deste trabalho não conseguimos ter acesso aos resultados do mesmo tendo contudo tomado nota de diversas iniciativas desenvolvidas em particular no âmbito do ensino secundário e universitário.

Em conclusão consideramos que deveria ter sido dado um maior destaque a esta iniciativa pois, em conjunto com a regulação, consideramo-la a ferramenta mais eficaz para minimizar¹¹³ futuras crises financeiras.

iii. Regulação prudencial e comportamental

Considerando as motivações subjacentes ao desenvolvimento dos mercados financeiros¹¹⁴, é de fácil compreensão a importância e o impacto direto que este setor tem para a economia. Dois dos grandes momentos mais difíceis a nível mundial resultaram precisamente de momentos de instabilidade no sistema financeira, referimo-nos aqui ao *crash* da bolsa norte americana em 1929¹¹⁵ e à crise do *subprime* em 2007.

São múltiplas as razões para as economias ciclicamente entrarem em depressão, não sendo objetivo deste trabalho analisá-las. Importante para nós é, no entanto, a conclusão da grande maioria dos economistas ao considerarem a ganância¹¹⁶ na procura de riqueza por parte dos diversos agentes económicos como a principal razão para uma exposição pouco racional ao risco¹¹⁷.

Desde cedo que os Estados se aperceberam da evidente necessidade de regular este setor: no caso português, nasce em 19 de Novembro de 1846, por decreto régio, o Banco de Portugal inicialmente como uma estrutura e funções muito diferentes das atuais, à data apresentando-se como uma entidade fortemente privada e com uma componente dual, quer de banco comercial quer banco emissor.

Muito embora o movimento regulatório tenha tido um maior desenvolvimento na Europa é nos Estados Unidos da América que, no rescaldo da

¹¹³ Não utilizamos aqui a expressão evitar pois como tivemos oportunidade de referir as crises são inerentes ao modelo economia capitalista funcionando como um pulmão da mesma.

¹¹⁴ Supra páginas 12 a 16

¹¹⁵ No auge desta crise o EUA apresentavam uma taxa de desemprego na ordem dos 25,6%, enquanto que na Alemanha subiu até aos 33,7%

¹¹⁶ Sobre esta matéria: DOUGHERTY, PETER. Who's Afraid of Adam Smith? How the Market Got Its Soul. (2002) Hoboken

¹¹⁷ Sobre esta material: GEORGE A. AKERLOF E ROBERT J. SHILLER, ANIMAL SPIRITS (2009), Princeton University Press

crise de 1929, surge a primeira entidade financeira de supervisão do mercado de valores mobiliários: a *Securities and Exchange Commission*¹¹⁸.

Esta entidade tinha como principal objetivo garantir a qualidade da informação, aumentando a eficiência do mercado¹¹⁹. Esta ideia da proteção da informação só bastante mais tarde viria a ser replicada pela Europa. Portugal só viria a ter uma instituição supervisora na área do mercado de valores mobiliários em 1991 com a criação da CMVM. Ainda assim, não nos encontrávamos aí numa situação de vazio legal, pois o exercício de poder regulatório nesta área foi diversas vezes exercido quer pelo Banco de Portugal quer pelos próprios Ministérios das Finanças e Economia.

Este aparente atraso no movimento regulatório deve-se em nosso entender a três razões.

A primeira prende-se com a motivação subjacente à criação da *Securities and Exchange Commission*. A Europa, embora tenha sido bastante afetada pelas réplicas da crise de 1929¹²⁰, foi-o mais por razões económicas do que por razões financeiras, como tal sendo menos evidente a insuficiência regulatória neste campo e sentida como menos premente a intenção de regulação.

Em segundo lugar o turbilhão político que inundou a Europa nos anos trinta (de que Portugal não ficou alheio), o início da guerra civil espanhola, a ascensão ao poder de movimentos de extrema-direita na Alemanha e por fim a 2ª Grande Guerra Mundial focaram a atenção política noutras prioridades que não a regulação dos mercados financeiros.

Em último lugar, a edificação regulatória europeia apresenta diferenças substanciais em relação ao modelo norte-americano.

Vejamos agora as particularidades dos diversos modelos regulatórios com particular foco nas vantagens e debilidades de cada um.

¹¹⁸ Criada através do *Securities Act* em 1933

¹¹⁹ PAULO CAMARA, Manual de Direito dos Valores mobiliários, (2011), 245

¹²⁰ Dentro da Europa a Alemanha foi o país mais afetado apresentando valores de inflação astronómicos, essa instabilidade económica é geralmente considerada como a chave que abriu a porta ao extremismo que posteriormente conduziu à Segunda Guerra Mundial.

Monista

Este modelo caracteriza-se por apenas ter uma entidade supervisora para todo o sistema financeiro: as áreas do mercado de capitais, da banca e dos seguros estarão assim submetidas ao mesmo crivo regulatório. Este modelo é bastante comum na Europa sendo atualmente utilizado em países como a Alemanha, Dinamarca, Irlanda e Luxemburgo¹²¹.

Apresenta como principais vantagens uma maior facilidade regulatória para produtos financeiros mistos¹²²; um processo de entrada no mercado mais ágil e simples (pois os pretendentes apenas têm de cumprir os requisitos de uma entidade bem como só necessitam de fazer pretensões a esta); tem o potencial de diminuir as assimetrias informativas passíveis de serem geradas entre áreas financeiras e, fruto do conhecimento mais completo que possuem dos regulados, mais aproximada será a sua ideia da saúde financeira destes.

Especializado ou Sectoriais

Por oposição ao modelo monista surge o especializado. Como o próprio nome indicia, este sistema terá tantos reguladores quanto as realidades a regular: ora, como anteriormente tivemos oportunidade de referir, o sistema financeiro é geralmente dividido em três componentes: bancário, segurador e valores mobiliários. Nos países com modelos especializados iremos assim encontrar, regra geral, três entidades reguladoras.

Portugal à semelhança da França e da Itália optaram por este caminho regulatório.

Fruto de uma maior especialização, este modelo costuma apresentar uma maior agilidade na análise dos pedidos e na tomada de decisões em geral. Além disso esta construção sectorial permite mitigar o problema da inércia tão comum

¹²¹ Não estamos perante uma lista exaustiva, até porque a mesma seria extremamente difícil de concretizar pois existem países com modelos que agrupam características comuns aos três modelos.

¹²² Produtos que não devem ser apenas colocados numa categoria predefinida, como é o caso dos *unit linked*.

às superorganizações administrativas e permite um maior controlo por parte dos poderes públicos através da definição de objectivos mais concretos.

Para os produtos que envolvam componentes multi-sectoriais possibilita a criação de um mecanismo de dupla comprovação. É possível ainda que, fruto da existência de vários reguladores, se gere um fenómeno pseudo-concorrencial entre eles, procurando alcançar uma maior eficiência regulatória bem como um maior grau de satisfação por parte dos clientes que pretendem proteger.

Por outro lado apresenta como fragilidades a incapacidade de obter uma verdadeira perspetiva global do mercado, o surgimento de eventuais dificuldades de comunicação e coordenação de esforços entre reguladores, o risco de serem criadas barreiras à entrada completamente diferentes consoante a área e o risco, fruto da sua natureza altamente especializada, bem como de se gerar uma possível compra do regulador através da atração dos melhores profissionais para os agentes a regular.

Twin Peaks¹²³ - separação funcional

Numa resposta pouco comum no Direito¹²⁴, quando confronta duas alternativas para o mesmo problema, surge uma terceira opção que pouco ou nada tem a ver com as duas propostas anteriores.

O modelo da separação funcional ou *twin peaks*, na terminologia Norte-Americana, defende que a maneira mais correta de pensar o regulador deve ter em conta não as suas áreas de atuação mas sim as funções que dele se pretendem, desta forma deve o modelo regulatório refletir a grande distinção funcional que hoje é considerada.

Segundo este modelo devem ser apenas criados dois supervisores, um responsável pela componente prudencial e outro pela componente comportamental.

Constatando-se esta possível resposta regulatória somos forçados, ainda que brevemente, a dar um passo atrás e distinguir estas duas realidades.

¹²³ Esta expressão foi originalmente utilizada por Michael Taylor em 1995

¹²⁴ Geralmente a realidade jurídica quando confrontada com duas potenciais resposta para um problema tenta fundir as duas propostas numa terceira alternativa que de alguma forma procurara conjugar o melhor dos “dois mundos”.

A supervisão comportamental consiste no controlo das normas de conduta da instituição financeira, esta componente sendo substancialmente mais vocacionada para a proteção direta do cliente, tomando como princípio que a existência de uma enorme assimetria informativa na relação instituição-cliente deve tentar ser mitigada.

É, assim, no âmbito da supervisão comportamental que as entidades supervisoras “adquirem” capacidade para definir os moldes em que deve ser realizada a publicidade aos produtos financeiros, quais os procedimentos pré-contratuais¹²⁵ obrigatórios e facultativos e o grau de densificação exigido para se considerar como cumprido o dever de informação.

Numa vertente mais pós-contratual surgem as ferramentas para garantir a aplicação desta missão, a capacidade fiscalizadora e se necessário, sancionatória, ao prever a aplicação de sanções nos casos em que se verifique o não cumprimento dos deveres. É também de referir que é aqui que se enquadra o dever de audiência dos clientes, analisando para tal as suas reclamações.

Por seu lado a supervisão prudencial consiste no controlo “mais global” e preventivo das instituições. Esta perspetiva toma como grande pressuposto, no caso dos mercados financeiros, a existência de um potencial risco sistémico, a falha de um dos intervenientes poder minar a credibilidade de toda a construção financeira. Fruto desta premissa, o supervisor prudencial procura garantir, através da criação de barreiras à entrada, que somente os agentes credíveis e confiáveis operam no mercado.

Este controlo não se fica contudo pelas barreiras à entrada: enquanto operam no setor, é dever do supervisor prudencial assegurar a liquidez dos seus intervenientes por forma a proteger de forma indireta os clientes, bem como definir limites à concentração de riscos.

Numa componente que recolhe grandes influências da *Common Law* atualmente é prática comum a emissão de recomendações e alertas por parte do regulador: estas, embora careçam de natureza vinculativa, acabam por ser

¹²⁵ Nomeadamente discriminação de preçários, riscos de perda de capital entre outros.

reconhecidas e estabelecem o que podemos considerar como um código de boas práticas.

Voltemos agora a analisar o sistema Twin Peaks. Este, como já referimos, preconiza a criação de duas entidades com capacidades e competências distintas; uma delas seria encarregue da supervisão prudencial para todos os produtos enquanto a outra teria como funções exercer a supervisão comportamental.

Dos três modelos apresentados este é o mais recente, contudo alguns países como a Austrália, o Canada e a Holanda já o implementaram¹²⁶.

Embora este último modelo nos parece aquele que organicamente mais se adequa às atuais necessidades de regulação, não deixa ainda assim de apresentar algumas falhas ou pontos a melhorar.

A realidade prudencial e comportamental não são completamente distintas e tão afastadas como aparentam: os problemas comportamentais podem invariavelmente originar problemas prudenciais; se não, vejamos o seguinte exemplo:

Fruto do incumprimento do dever de informação um determinado grupo de clientes do banco X foi levado a investir as suas poupanças num produto financeiro que alegadamente teria uma rentabilidade absoluta sem qualquer risco de perda do montante investido. Acontece, no entanto, que devido a uma serie de infortúnios a evolução do mercado não correspondeu às expectativas dos analistas e o referido produto financeiro não só não apresentou a rentabilidade anunciada, como os clientes perderam parte do capital investido.

Até aqui estamos perante um típico problema comportamental.

Acontece que esse grupo de clientes, ao sentir-se defraudado, apresenta queixa à entidade reguladora. A entidade reguladora, no âmbito da investigação das

¹²⁶ EDDY WYMEERSCH, The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Oaks and Multiple Financial Supervisors, cit., 257-259, 266-268

queixas, desloca-se às instalações do banco X: a comunicação social, não sabendo quais os motivos da deslocação, apenas noticia que o banco X está a ser investigado pela entidade reguladora.

Perante esta notícia, receando a perda do valor das suas acções, um elevado grupo de accionistas do banco X vende as suas participações. Fruto dessa venda, a cotação em bolsa do banco X desce e com medo de uma descida continua outro grupo de acionistas vende imediatamente as suas participações iniciando assim um movimento bola de neve e precipitando o valor das acções do banco X para mínimos históricos.

Este problema que na sua génese apenas era somente do foro comportamental devido à perda abrupta do valor das acções tornou-se num problema prudencial quando o banco X deixou de cumprir os rácios de solvabilidade, um dos requisitos para continuar a operar no mercado¹²⁷.

Em nosso entender a componente prudencial e comportamental são a cara e a coroa da mesma moeda e um modelo regulatório só será eficaz se conseguir desenvolver esforços para coordenar as duas atuações.

Ao optar por criar dois reguladores é prioritário assegurar a existência de mecanismos de coordenação e contra-análise entre os dois.

Alem disso no caso português em concreto para implementar tal proposta seria necessário aproximar a prática e legislação regulatórias atualmente divididas por três entidades, bem como desenvolver esforços acrescidos para coordenar este modelo com o peso cada vez maior da legislação comunitária neste campo.

Independentemente do modelo de supervisão escolhido a falha do mesmo é uma realidade que deverá ser sempre precavida, seja no desenvolvimento de mecanismo sancionatórios, seja no desenvolvimento de mecanismos de garantia/preventivos.

¹²⁷ Pretendemos com este exemplo apenas formular uma hipótese académica e não analisar qualquer situação em concreto.

iv. Fundos e garantias aos aforradores/investidores

No momento pós falha ou incumprimento de uma instituição financeira é necessário garantir três coisas: a primeira, que são retiradas as devidas ilações sobre o que falhou em termos regulatórios; a segunda, que caso assim se justifique sejam acionados os mecanismos sancionatórios; e por último, que as perdas potências dos lesados sejam mitigadas.

Foi precisamente para solucionar esta última vertente que surgiram os mecanismos de garantia e indemnização dos investidores.

Fundo de Garantia de Depósitos¹²⁸

No caso dos depósitos bancários, em 1992 nasce o Fundo de Garantia de Depósitos através da aprovação do Decreto-Lei nº 298/92¹²⁹, de 31 de dezembro. Este caracteriza-se por ser uma pessoa coletiva de direito público, dotada de autonomia administrativa e financeira que funciona junto do Banco de Portugal.

O seu financiamento resulta das contribuições iniciais do Banco de Portugal bem como das contribuições das instituições de crédito com sede em Portugal autorizadas a receber depósitos; além destas, anualmente, são feitos reforços pelas instituições de crédito em função dos depositantes abrangidos pela garantia do Fundo. Este capital (enquanto não é necessário) é investido em aplicações financeiras e o seu rendimento é acrescido ao total.

O fundo foi criado com o objetivo de garantir o reembolso do valor global dos saldos em dinheiro de cada titular de depósito, até ao limite de 100 000 Euros por depositante ou instituição.

¹²⁸ Encontra o seu enquadramento jurídico nos Artigo 154 e seguintes do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

¹²⁹ À data da elaboração deste trabalho a versão mais recente deste diploma constava na sua 44ª alteração pelo DL n.º 20/2016, de 20/04

Sistema de Indemnização aos Investidores

À semelhança do Fundo de Garantia de Depósitos entra em funcionamento, em janeiro de 2000, através do Decreto-Lei n.º 222/99¹³⁰ de 22 de junho, o Sistema de Indemnização aos Investidores, este fundo é uma pessoa coletiva de direito publico que opera junto da CMVM.

Tem como objetivo salvaguardar os interesses dos pequenos investidores¹³¹ na eventualidade de um intermediário financeiro perder a capacidade de restituir os produtos financeiros aos clientes seus proprietários ou o seu montante pecuniário equivalente.

São participantes deste sistema todos os intermediários financeiros, seja qual for a forma que revistam, desde que se encontrem autorizados a efetuar operações de investimento em Portugal ou que, tendo sede fora da União Europeia, se encontrem a atuar em Portugal (caso não sejam dispensados pela CMVM e pelo Banco de Portugal) ou ainda que, tendo sede noutra Estado-membro da União Europeia, a garantia oferecida pelo Sistema de Indemnização aos Investidores seja mais favorável que a oferecida pelo país de origem¹³².

Encontram-se abrangidos pela proteção deste sistema: ações, obrigações, títulos de participação, unidades de participação em fundos de investimento, entre outros¹³³.

Alem dos referidos produtos é garantido o dinheiro entregue aos intermediários financeiros desde que expressamente destinado a ser investido em instrumentos financeiros

Tal como o do Fundo de Garantia de Depósitos, também o Sistema de Indemnização aos Investidores estabelece um limite ao montante a indemnizar a cada investidor (no caso, 25 000 euros constitui o valor a indemnizar por investidor e não por conta).

¹³⁰ À data da elaboração deste trabalho a versão mais recente deste diploma constava na sua 3ª alteração pelo DL n.º 162/2009, de 20/07

¹³¹ Da sua proteção estão excluídos os investidores institucionais.

¹³² Contudo neste caso em particular é de referir que o SII só entra como complemento ao sistema do país de origem, o objetivo neste caso é assegurar um patamar comum de proteção independente do país de onde provem a instituição.

¹³³ Para uma lista exaustiva consultar a secção C do anexo I à Diretiva 2004/39/CE de 21 de abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

Uma questão que não se coloca no Fundo de Garantia e aqui se coloca é a de saber qual o momento em que é apurado o valor dos instrumentos, se no momento da aquisição, no momento em que o sistema foi acionado ou no menor dos dois.

O diploma legal referente a esta matéria é perentório na resposta a esta pergunta, elencando o seu artigo 10.º os critérios de determinação da indemnização, optando por apurado o valor dos instrumentos no momento em que o sistema foi acionado.

Esta opção pode, em nosso entender, ser criticada pois consideramos que a mesma pode trazer alguma inércia para as decisões dos investidores que, perante as notícias da debilidade financeira de uma instituição, mantem o seu capital investido na mesma pois o mesmo estará assegurado.

6. Tomada de decisão nos mercados financeiros

i. O Risco Moral

Uma perspetiva mais abrangente leva contudo a questionar se a existência destes mecanismos de proteção não acaba por gerar um efeito perverso, quer para os aforradores/investidores, quer para as próprias instituições.

Em primeiro lugar analisemos a perspetiva do investidor: este, depois de escolher o produto que se adequa mais ao seu perfil, por norma, irá realizar o investimento numa instituição financeira em que confie e/ou que apresente menores custos. Existindo um mecanismo de proteção, é seguro afirmar que tal vai influenciar o raciocínio do investidor: isto é particularmente visível se o investidor em causa dispuser de uma quantia para investir superior às garantias legais que referimos.

Imaginemos que o investidor A dispõe de 200.000€ para investir em depósitos a prazo, num cenário de estabilidade bancária em que existe confiança nas instituições. A escolha previsível deste investidor seria optar por depositar todo o montante na instituição que ele considerasse mais credível e que

apresentasse a remuneração mais atrativa. Existindo confiança não há nenhuma razão para o Sr. A perder dinheiro ao dividir o seu capital por diversas instituições.

O mesmo já não acontece existindo um sistema de garantia: embora conscientemente o Sr. A reconheça a alta improbabilidade de necessitar de recorrer ao sistema de garantia, a aversão ao risco irá encaminhar uma boa parte dos investidores para a dispersão de capital, perdendo assim a diferença entre a instituição que oferecia a taxa mais vantajosa e as restantes.

Esta aversão ao risco é perfeitamente conhecida das instituições financeiras sendo, como é óbvio, aproveitada por estas para maximizar o lucro. Este mecanismo de garantia acaba, em nosso entender, por ter um efeito anti concorrencial ao influenciar de forma indireta a escolha dos consumidores, afastando-os daquela que seria a economicamente mais racional.

Desta forma perde-se, por exemplo, uma grande parte do incentivo para praticar taxas de juros mais atrativas pois o efeito canalizador de novos clientes estará sempre limitado.

O financiamento deste tipo de sistemas de garantia também representa um peso acrescido para todo o sistema: em primeiro lugar, para as instituições que pretendem iniciar atividade, acabando assim por funcionar como uma barreira à entrada, barreira essa que não resulta do mérito ou demérito da instituição mas somente da sua capacidade financeira. Em segundo lugar, limita duplamente a rentabilidade possível dos investimentos porque, além da razão supra referida, as instituições não podem aplicar todo o capital recebido, tendo de canalizar parte dos depósitos recebidos para as contribuições anuais para o fundo: ora, como vimos, os rendimentos destes fundos servem para se auto financiar ficando mais uma vez os investidores a perder.

Por razões óbvias a perda de rendimento vai acabar por ser “paga” pelos investidores: estes acabam assim por ter de pagar um “premio” de um “seguro” obrigatório mesmo que nunca o pretendam ou tenham capacidade financeira para utilizar na totalidade. Uma questão importante a considerar seria a de discutir se

num país com a Retribuição Mínima Mensal Garantida de 530 euros¹³⁴, um patamar de segurança de 100.000 não será excessivo devido aos custos que acarreta.

Considerando que a saúde financeira de uma entidade não resulta unicamente da sua capacidade de garantir os depósitos ou outros produtos financeiros. Somos do entendimento que estas garantias obrigatórias podem destruir a “seleção natural” que deve existir em qualquer mercado, inclusive no financeiro, além de impedir ou dificultar a entrada no mercado de instituições mais pequenas¹³⁵. Eles podem manter no mercado instituições em funcionamento de forma artificial pois só se mantem em funcionamento por confiança no fundo e não por terem garantido a confiança dos investidores.

A existência deste tipo de garantias acarreta o efeito perverso transporte de confiança disfarçado de aumento da mesma.

Defendemos que é algo simplista o raciocínio que considera que a mera existência de fundo de proteção de investidores é *per si* suficiente para “acalmar os mercados” e trazer de novo a confiança aos investidores.

O que acontece nesta transferência de confiança¹³⁶ é que ao tornar omnipresente o risco de insolvência das instituições esta passa das instituições para o fundo. Os investimentos deixam de ser feitos nesta ou naquela instituição porque oferece mais segurança e passam assim a ser feitas na instituição que está mais próxima pois até ao valor de garantido tem o mesmo nível de proteção que qualquer outra.

Este fenómeno é bastante curioso pois, por um lado, a confiança nos agentes de mercado diminui, mas a confiança no mercado em termos gerais mantem-se na mesma, pois foi introduzido um novo elemento que chama a si a confiança dos investidores.

Apesar da nossa pesquisa, não encontramos dados da influência destes fundos no tipo de trabalho desenvolvido pelos diversos agentes no mercado.

¹³⁴ Decreto-Lei n.º 254-A/2015, de 31 de dezembro

¹³⁵ Como já referimos no capítulo anterior

¹³⁶ Ou de procura da mesma

No entanto, vislumbramos dois cenários possíveis: o primeiro, os agentes sabendo que um grande número dos seus clientes está protegido, tomam decisões mais arriscadas, fruto de um sentimento de impunidade e de considerarem que o seu património está salvaguardado; na ponta oposta, pode o agente manter a sua gestão cautelosa e aumentar os mecanismos de controlo para garantir o bom desempenho dos seus funcionários, isto só acontecerá se a mera ativação do fundo implique consequências imediatas para o património (e não só) dos acionistas e gestores.

Considerando as atuais disposições referentes à utilização dos dois fundos estamos mais inclinados para a primeira interpretação; contudo, consideramos que com alguns ajustes legislativos era relativamente fácil alcançar os resultados da segunda interpretação.

Outro factor a ter em consideração prende-se com a própria eficácia das entidades regulatórias: questionamo-nos se estas, perante a existência de uma rede de segurança e admitindo que os recursos nesta área são sempre escassos, não acabarão por direcionar os seus esforços regulatórios noutras direções acabando por se perder a vertente preventiva, algo que é fundamental para uma regulação verdadeiramente eficaz.

Temos perfeito conhecimento que esta discussão será sempre complexa, não só porque envolve duas importantes áreas do saber (o Direito e a Economia) mas porque muitas das suas premissas resultam de opções políticas com reais e incalculáveis consequências na construção social. Esta realidade não pode contudo servir de justificação para a inércia do mundo académico nem, pelo contrário, para o experimentalismo político.

O Direito, a Economia e a Política têm um e o mesmo fim, a melhoria da construção societária como um todo, como tal consideramos que faz todo o sentido aqui trazer à colação alguns casos mediáticos que diariamente são referidos na comunicação social.

Se a criação de um fundo para proteção dos depósitos ou um sistema para assegurar os investimentos podem gerar as deturpações e as falhas de mercado

que aqui referimos, por maioria de razão somos obrigados a fazer a pergunta sobre quais as implicações dos diversos resgates a instituições bancárias que temos vindo a presenciar nos últimos anos.

É verdade que o colapso do sistema bancário teria implicações imensuráveis na economia contudo é também verdade que existe um regulador e toda uma bateria de normas prudências que as instituições têm (ou devem) cumprir.

Sabemos que identificar o momento em que uma entidade atinge um tamanho crítico para, caso falhe, acarretar o potencial colapso do sistema seja extremamente difícil de medir, é necessariamente lógico que tal categoria também não seja comum a todos os agentes de um mercado.

As opções políticas de resgate bancário que nos últimos tempos temos vindo a tomar conhecimento, em Portugal vêm, em nosso entendimento, demonstrar que nem o regulador nem o sistema político confia nas medidas prudenciais atualmente em vigor. Senão, como se justificaria tratar todas as instituições bancárias como “*too big to fail*¹³⁷”: considerar que caso uma instituição bancária falhe a pressão exercida sobre as restantes as levaria ao colapso tem subjacente uma ideia de total fragilidade do sistema que ao perder uma única peça colapsa. Se assim é, qual a razão para todas as medidas prudências e rácios de capital?

A posição *supra* descrita peca por ser excessivamente paternalista. O Estado não deve, nem pode (em nosso entender) substituir os agentes e as forças de mercado. Não permitir a falência de instituições bancárias, nem garantir que os responsáveis pelas mesmas são devidamente punidos, debilita o sistema financeiro num todo, se a este facto ainda acrescentarmos as diversas barreiras criadas à entrada estamos a agrupar todos os ingredientes para gerar um sistema financeiro decadente, frágil e contrário à mudança.

Por forma a impedir esta estagnação no sistema financeiro defendemos que a posição adoptada pelo Estado, em particular no que às entidades reguladoras diz

¹³⁷ Expressão que dá título ao livro do jornalista Andrew Ross Sorkin sobre o colapso do Lehman Brothers bem como do telefilme homónimo dirigido por Curtis Hanson

respeito, deve andar mais próximo do paternalismo libertário/assimétrico¹³⁸ garantido que as escolhas dos investidores são informadas, mas não os impedindo ainda assim de as tomar.

Independentemente da posição política é uma realidade histórica que os sistemas imutáveis acabam sempre por colapsar. É, assim, nosso entendimento que a maneira mais eficaz de assegurar o bom funcionamento do sistema financeiro é deixar a “seleção natural” atuar garantindo contudo que existe uma total, ou a mais completa possível, transparência quanto aos riscos que os investidores estão a correr.

ii. A psicologia das decisões financeiras

É do conhecimento geral que as decisões de investimento embora aparentemente resultar de opções racionais e técnicas são na verdade extremamente influenciadas por fatores emocionais.

Esta componente emocional é de tal forma importante que em alguns fóruns se considera que atividade de *trading* depende 80% da componente emocional e 20% da componente técnica¹³⁹. Não defendemos uma posição tão absoluta, contudo é bastante claro que não raras vezes a componente emocional toma controlo sobre a racional. A própria regulação tem esta componente em alta consideração: o tão receado “risco sistémico” (a principal razão de ser da regulação prudencial) muitas vezes é interpretado através da matriz da quebra da confiança que consequentemente levaria a uma corrida aos depósitos e um colapso do sistema financeiro.

A influência das emoções nos negócios não apresenta exclusivamente a sua metade negativa, muitas vezes pode levar precisamente ao contrário; são poucos os jogadores que conseguem sair quando estão a ganhar, o mesmo se aplica aos investidores: saboreado o sentimento de vitória, é natural ao instinto humano

¹³⁸ Sobre esta material uma perspetiva anterior à crise do Sub-Prime CASS R. SUNSTEIN e RICHARD H. THALER, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron* (2003)

¹³⁹ BANCO BEST, *Psicologia de Mercado* (2010)

continuar a busca por essa sensação, muitas vezes tomado por um sentimento de invencibilidade.

A Psicologia está omnipresente quer no Direito, quer na Economia e os dois princípios basilares destas duas ciências são extremamente manipuláveis e dependentes de fatores emocionais vejamos:

No caso do Direito uma das suas ideias fundamentais é a de Justiça, sobre ela construído todo um conjunto de normas e condutas de maneira a assegurar o “normal” funcionamento da sociedade. No entanto rapidamente teve de ser inserido na equação um elemento para atenuar os casos de irracionalidade absoluta em que no controlo do individuo nada mais existe que o instinto. Esta componente já não é, em nosso entender, corretamente considerada como uma falha do sistema mas sim uma componente do mesmo, uma válvula de escape.

No caso da Economia a sua componente fundamental são as forças de mercado¹⁴⁰, o constante balanço entre a oferta e a procura. A importância que alguém dá a um determinado bem é sempre pessoal e como tal dependente de critérios emocionais.

Para demonstrar esta realidade replicamos aqui o problema colocado pelo psicólogo Daniel Kahneman e os economistas Jack Knetsch e Richard Thaler¹⁴¹

Ao questionar um grupo de estudo se após um nevão o aumento de preço das pás da neve de 15 para 20 dólares era justo, 82% dos inquiridos considerou que não.

À luz dos princípios gerais da economia ao existir um aumento na procura, mantendo-se a oferta igual, é natural uma subida de preço; contudo o grupo de estudo ao debruçar-se sobre este caso em particular considerou que tal comportamento não seria correto pois a loja estaria a aproveitar-se do “azar” dos seus clientes.

¹⁴⁰ ARAÚJO, FERNANDO BORGES CORREIA DE Introdução à Economia 3ª Edição Almedina (2005) Coimbra

¹⁴¹ KAHNEMAN, DANIE;, JACK KNETSCH E RICHARD H. THALER. “Fairness as a Constraint on Profit-Seeking: Entitlements in the Market.” (1986) American Economic Review (1986)

Fenómenos comportamentais nos mercados financeiros

Psicologia das massas

Este fenómeno surge quando diversos agentes replicam os comportamentos que observam à sua volta. Esta tendência vai-se alastrando, gerando um efeito bola de neve: quanto maior a massa movimentada mais difícil se tornará resistir a ela.

Por detrás de comportamento estão geralmente combinados quatro vetores associados a duas emoções principais, medo e ganância. Vejamos:

- o risco de perder a janela de oportunidade para realizar um bom negócio,
- a pressão de pares (se todos estão ir em determinada direção não serei eu o único a estar certo indo na direção oposta),
- a desinformação (certamente que sabem algo que eu não sei para estarem a agir de determinada maneira)
- o posterior reforço positivo (inflacionador ou atenuador caso se verifique que não era a decisão mais correta) por parte dos outros agentes que tiveram o mesmo comportamento

Exemplos destes fenómenos são as compras e as vendas agressivas, bolhas e *crashes* respetivamente.

Vejamos um pequeno exemplo desta situação

Entre 2001 e 2005 os gastos com a habitação nos Estados Unidos da América aumentaram 33,1% para um aumento do PIB de 11,2%¹⁴². Esta subida teve início com uma ligeira melhoria na Economia norte americana, melhoria essa que fez aumentar a procura de casas. À medida que aumentava a procura aumentaram também os preços: este efeito tomou uma tal envergadura que muitos pensaram que a subida de preço iria ultrapassar a sua capacidade financeira e apressaram-se a comprar casa. Por sua vez os especuladores, apercebendo-se disto, investiram também no mercado da habitação fazendo aumentar ainda mais os preços.

¹⁴² *Economic Report of the President* (2008)

Este fenómeno como já vimos acabaria por degenerar na crise do subprime.

Ancoragem

Este fenómeno verifica-se sempre que um investidor assume um valor particular como ponto de partida para a estimativa de um valor futuro, a estimativa será sempre submetida a alguma resistência para se afastar do valor tomado como ponto de partida.

Para comprovar este fenómeno John Hammond, Ralph Keeney e Howard Raiffa criaram um teste em que eram realizadas as seguintes perguntas¹⁴³:

- *Acha que a Turquia tem mais ou menos de X milhões de habitantes?*
- *Estime a população da Turquia.*

Sendo que X variava entre 35 milhões e 100 milhões de habitantes. Verificaram que nos casos em que X era igual a 100 milhões, a resposta à segunda pergunta era geralmente vários milhões mais alta do que se X fosse igual a 30 milhões.

Este fenómeno tem de ser tomando em consideração pois dele resulta que as expectativas de lucros dependem necessariamente das previsões apresentadas pelos intermediários financeiros: em consequência, se estas forem demasiado afastadas da realidade estarão a inquinar todo o processo de decisão do investidor.

Se a isto somarmos a natural aversão a perdas, gera-se uma maior relutância em vender quando preço baixa do que quando o preço sobe.

Reação “preço-ganhos-preço”

Este fenómeno não é mais do que uma alteração de percepção do valor real de um determinado ativo, neste caso utilizaremos as acções como exemplo.

A subida do preço das acções estimula a confiança. Como tal ocorre um aumento da procura, esse aumento por sua vez aumenta os lucros das entidades, aumentando o valor das acções, criando-se assim um ciclo.

O ciclo mantém-se até um dos intervenientes ficar receoso podendo gerar-se um ciclo contrário.

¹⁴³ HAMMOND, JOHN; RALPH KEENEY E HOWARD RAIFFA *The Hidden Traps In Decision Making* (2006) Harvard Business Review

Estes comportamentos, como já referimos, são reflexo das emoções a que todos os seres humanos estão sujeitos e como tal replicados no mercado.

Em pontas opostas estão o medo e a ganancia; contudo, ambos provocam distorções à realidade, por serem inerentes à condição humana. É, em nosso entender, infantil querer extingui-los do mercado pois enquanto forem Seres Humanos a negociar, estes estarão sujeitos às emoções.

O que deve em nosso entender o regulador fazer é sim procurar introduzir mecanismos de prestação de informação e controlo de histerias irracionais.

Tal só é alcançável através da literacia financeira.

iii. Algoritmos de transação

Numa sociedade constantemente online e na qual “tudo” o que fazemos e o que compramos é processado por computadores, era natural que mais tarde ou mais cedo os mercados financeiros também fossem tomados de assalto por programas informáticos para gestão de investimentos.

O *trading* por algoritmos¹⁴⁴ recorre a sistemas de cálculos baseados em modelos matemáticos: para desenvolver *software* com o objetivo de determinar as posições ideais a serem tomadas, o sentido da tendência, o volume e a estratégia da mesma, assim as decisões de entrada e saída do mercado são tomadas sem qualquer intervenção humana¹⁴⁵.

Apresenta como principais vantagens o facto de ser possível manter uma presença permanentemente ativa nos mercados 24 horas por dia, 7 dias por semana. Além disso permite aos investidores menos experientes a possibilidade obterem rapidamente ganhos significativos. Por último devido ao facto do seu comportamento ser perfeitamente delineado por modelos matemáticos não estão sujeitos a influências emocionais

¹⁴⁴ Ou *trading* automático

¹⁴⁵ Para uma perspetiva sobre componente matemática destes produtos UEMATSU, AKIRA ARICÊ DE MOURA GALVÃO; Algoritmos de negociação com dados de alta frequência (2012) Universidade de São Paulo

Este facto de não ser sujeito a influências emocionais pode por vezes ser contraproducente em particular nos casos de eventos de risco singulares.

Atualmente este tipo de *software* ainda apresenta um valor proibitivo para a maioria dos investidores bem como a sua eficácia não está devidamente assegurada na vertente dos investimentos com capital reduzido.

Esta matéria ainda carece de um amplo desenvolvimento legislativo mas, considerando que o objecto deste trabalho é o investidor “humano” e não o meio para a realização do investimento, não encontramos razões para não serem aceites, com a exceção óbvia da introdução de ordens no software com o objectivo de destabilizar os mercados ou causar qualquer tipo de dano económico.

7. Conclusão

No início deste trabalho transcrevemos uma citação do livro *Espírito Animal* de George A. Akerlof e Robert Shiller¹⁴⁶

Ao longo da investigação que nos trouxe aqui constatámos por diversas vezes a facilidade com que a informação pode ser corrompida.

A informação é uns dos pilares dos mercados financeiros e é função do regulador garantir a sua fluidez e a sua veracidade.

Devido às particularidades deste tipo de mercado, a assimetria informativa e a incerteza estão omnipresentes, como tal a segurança dos investimentos é relativa.

Como forma de premiar a confiança depositada nos produtos menos seguros, o mercado desenvolveu mecanismos de compensação por forma a estes apresentarem um potencial de rendibilidade maior.

Encontramos uma construção muito semelhante nos jogos de fortuna e azar¹⁴⁷, os eventos com menor probabilidade de acontecer são os que concedem prémios mais avultados.

A distinção destes dois elementos não é clara apesar de constar do artigo 1245.º do Código Civil Português¹⁴⁸ a invalidade referente aos contratos de jogo e aposta.

Como tivemos oportunidade de analisar a estrutura conceptual de alguns produtos financeiros complexos (como por exemplo os fundos de fundos) muito se assemelha da incerteza dos jogos de fortuna e azar, em grande parte fruto da distância que apresenta da realidade económica subjacente.

Será que o legislador ao admitir a criação e venda destes produtos está, tal como fez para as competições desportivas¹⁴⁹, a criar uma exceção ao artigo 1245.º?

As origens históricas e as razões teleológicas da criação destes diplomas são de tal modo diferentes que afastamos essa ideia.

¹⁴⁶ *“As histórias já não se limitam a explicar os factos, elas são os factos”*

¹⁴⁷ Esta matéria é regulada no DL n.º 422/89, de 02 de Dezembro atualizado pelo DL n.º 64/2015, de 29 de Abril

¹⁴⁸ Aprovado no seu formato original pelo DL n.º 47344/66, de 25 de Novembro e alterado pela última Lei n.º 150/2015, de 10/09

¹⁴⁹ Artigo 1246.º do Código Civil

Entendemos, no caso dos produtos financeiros, que o legislador português se limitou a replicar grande parte das diretivas europeias respeitando e consagrado no nosso ordenamento o princípio da atipicidade.

A experiência que até agora vivemos com os mercados financeiros é bastante clara no que diz respeito à regulação.

Os agentes quando atuam livremente não são capazes de gerar um mercado perfeito: isto acontece porque quem neles atua são seres humanos, elementos constituídos por mais do que a componente racional.

A regulação é assim essencial para minimizar as falhas e balizar os instintos humanos.

No geral podemos considerar que as flutuações dos preços resultam das convicções e previsões distintas dos investidores que por sua vez se vão traduzir nas forças de oferta e de procura.

Na base da formação dessas convicções está a informação que os investidores dispõem sobre o produto.

Considerando que, no limite, se a todos os investidores fosse fornecida exatamente a mesma informação e estes possuíssem exatamente os mesmos conhecimentos, o mercado perderia a sua fluidez.

O regulador tem de ser parcimonioso nas exigências que faz relativamente ao dever de informar.

É nossa opinião que o fenómeno regulatório dos mercados financeiros deve procurar situar o dever de informação entre a proteção garantida aos consumidores¹⁵⁰ e as limitações estabelecidas para os jogos de sorte e azar¹⁵¹.

Esta proposta parte de dois pilares: o primeiro, que os investidores, fruto do seu comportamento, devem ser considerados consumidores ainda que dum mercado muito particular; segundo que fruto das diversas origens não possuem todos o mesmo tipo de literacia financeira.

As flutuações dos preços resultam assim em grande parte das convicções e previsões distintas dos investidores. Contudo, levando ao limite esta ideia, se todos

¹⁵⁰Através da Lei de Defesa do Consumidor

¹⁵¹Através da Lei do Jogo (DL n.º 422/89, de 02 de Dezembro com as alterações conferidas pelo DL n.º 64/2015, de 29 de Abril

os investidores possuírem exatamente a mesma informação o mercado poderia perder a sua fluidez.

A regulação tem assim de procurar um compromisso entre proteção e permissão dos investidores procurarem lucros.

No que concerne aos produtos tradicionais¹⁵² deve, em nosso entender, ser garantida uma forte componente regulatória recorrendo a elevados padrões informativos. Ao investidor desta classe de produtos mais do que saber o que esta a adquirir, deve ser prestada uma informação concreta de todos os cenários possíveis nomeadamente a sua exposição ao risco.

Esta componente relativa à informação por forma a ser verdadeiramente eficaz tem (como já acontece em muitos casos) de ser apresentada ao investidor filtrada e explicada de maneira a mais do que ser meramente recebida, possa ser compreendida. Uma vez que excesso de informação acaba muitas vezes por ser tornar (des)informativo.

Para este tipo de produtos a adequação entre o futuro objeto negocial e o perfil do cliente tem de ser assegurada.

Por mais de uma vez constatámos que os princípios mais básicos desta adequação não foram cumpridos, deste modo consideramos que o controle do regulador, por mais apertado que seja não é eficaz.

A solução para este problema passa pela proibição da remuneração por objetivos aos funcionários dos balcões das instituições financeiras. Embora possa ser considerada uma medida radical julgamos que só assim pode ser solucionado o conflito de interesses inerente à relação agente-cliente. O funcionário tem de estar livre para aconselhar o produto mais adequado ao seu cliente sem ter de estar preocupado com o assegurar “a venda de três fundos de pensões ate ao final do mês”.

Relativamente aos produtos complexos, o florescimento das plataformas de *trading online* leva-nos a querer que um grande grupo de investidores procura avidamente um mercado mais ágil e com menos custos de transação.

Não vemos razão para lhes ser negada tal pretensão.

¹⁵² Por oposição aos complexos

Considerando que em alguns casos este tipo de produtos apresenta mais similitudes com os jogos de fortuna ou azar do que com os produtos financeiros “tradicionais” entendemos que deve ser criada uma figura similar as zonas de jogo¹⁵³.

Estamos obviamente a falar de um espaço conceptual (ainda que devidamente identificado) e não físico, sendo que a este “espaço” só teriam acesso os investidores não qualificados após o cumprimento dos testes propostos no ponto i do capítulo V deste trabalho.

Esta separação funcional e regulatória iria em nosso entender trazer alguma luz sobre os riscos desta área financeira, área essa que ainda é pouco conhecida dos investidores no geral.

Aceitaríamos uma mera distinção na regulação entre produtos complexos e não complexos; contudo, acreditamos que uma análise casuística de cada um dos produtos poderia ser mais eficaz.

Esta análise não poderia obviamente ficar-se pela denominação do produto e teria pois de mensurar o risco a que expõe o investidor, a volatilidade do seu valor e o grau de previsibilidade do mesmo.

Defendemos que a criação de dois espaços negociais é a melhor forma de assegurar a proteção dos investidores mas também do próprio sistema financeiro.

Os produtos financeiros complexos mesmo os de forte vertente especulativa atualmente são um parte importante dos mercados financeiros. Proibi-la, em nosso entender, não faria sentido pois prejudicaria a fluidez dos capitais e cremos que, mais tarde ou mais cedo, acabariam por reaparecer encapuçados com um qualquer outro formato.

Esta proposta, tendo isso em conta pois toma como desígnio assegurar a sua existência, ao mesmo tempo que procura evitar que todo o sistema fique fragilizado com a sua imprevisibilidade.

¹⁵³ Artigo 3.º da lei do jogo

8. Bibliografia

AKERLOF, GEORGE A. E SHILLER, ROBERT J. *Espírito Animal* 1ª Edição SmartBook 2010 Lisboa (Do original *Animal Spirits* 2009 Princeton University Press)

ARAÚJO, FERNANDO BORGES CORREIA DE *Introdução à Economia* 3ª Edição Almedina 2005 Coimbra

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA *As acções* Direitos dos Valores Mobiliários, Vol. II Coimbra Editora 2001 Coimbra

CÂMARA, PAULO *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* 2ª Edição Almedina 2011 Coimbra

CAMARA, PAULO, Modelos de Governo de Sociedades Anonimas, em Reformas do Código das Sociedades, ed IDET, Almedina (2007)

CÂMARA, PAULO Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros (2008)

CÂMARA, PAULO Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura (2009)

CONSELHO NACIONAL DE SUPERVISORES FINANCEIROS - Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015 linhas de orientação

CASS R. SUNSTEIN e RICHARD H. THALER, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron* (2003)

CONSELHO NACIONAL DE SUPERVISORES FINANCEIROS - Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015 linhas de orientação

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES *Manual de Direito Bancário* 4ª Edição
Almedina 2010 Coimbra

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, A grande reforma das sociedades
comerciais, Revista O Direito, 138, III Almedina (2006) Coimbra

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, Fiscalização de Sociedades e
Responsabilidade Civil, Coimbra (2006)

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO *Regulação e Supervisão de Hedge Funds:
Percurso, Oportunidades e Tendências* Direitos dos Valores Mobiliários, Vol. VIII
Coimbra Editora (2008) Coimbra

EDDY WYMEERSCH, The Structure of Financial Supervision in Europe:
About Single Financial Supervisors, Twin Oaks and Multiple Financial
Supervisors,

FERREIRA DE ALMEIDA, Contratos Diferenciais, Estudos Comemorativos
dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa (2008), Vol.II

FERREIRA, EDUARDO PAZ (coord) *a austeridade cura? A austeridade mata?*
1ª Edição Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa 2013 Lisboa

HAMMOND, JOHN; RALPH KEENEY E HOWARD RAIFFA *The Hidden Traps In
Decision Making* (2006) Harvard Business Review

KAHNEMAN, DANIEL, JACK KNETSCH E RICHARD H. THALER. "Fairness as a
Constraint on Profit-Seeking: Entitlements in the Market." American Economic
Review (1986)

KNIGHT, FRANK, *Risk, Uncertainty and Profit* (1921)

MENDES, EVARISTO FERREIRA A transmissibilidade das Acções, 156-159

MENDES, VICTOR e ABREU, MARGARIDA *Cultura Financeira dos Investidores e Diversificação das Carteiras (Working Paper)*

MENDES, VICTOR e ABREU, MARGARIDA *Information, Overconfidence and Trading: Do the Sources of Information Matter Working Paper CMVM (2011) Lisboa*

PASSOS, DANIELA BAPTISTA, O Princípio da Tipicidade e os Valores Mobiliários, em MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (org.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Coimbra (2007),*

SANTOS, FERNANDO TEIXEIRA DOS. *A Regulação do Sistema Financeiro in apresentações sobre o Sistema Financeiro e a Globalização (Working Paper)*

SARAIVA, RUTE *Direitos dos Mercados Financeiros 2.^a Edição Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa (2015) Lisboa*

SIMÕES, TERESA e ABREU, MARGARIDA *O efeito Disposição nos Investidores Individuais Portugueses Working Papers ISEG (2012) Lisboa*

SMITH, ADAM *A Riqueza das Nações Vol I e II 5^a Edição Fundação Calouste Gulbenkian (2010) Do original An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations W. Strahan and T. Cadell (1776) London*

UEMATSU, AKIRA ARICÊ DE MOURA GALVÃO; *Algoritmos de negociação com dados de alta frequência (2012) Universidade de São Paulo*

Web

Comissão de Mercado de Valores Mobiliários:

<http://www.cmvm.pt/pt/Pages/home.aspx>

- Processo de consulta pública da CMVM N.º 03/2013

- A Directiva dos Mercados De Instrumentos Financeiros (DMIF): Uma leitura guiada
- Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros
- Guia do Investidor
- Brochuras (2012)
 - A Adequação do Instrumento Financeiro ao Perfil do Investidor
 - A Informação que Deve ser Prestada pelos Intermediários Financeiros sobre Instrumentos Financeiros
 - Ações
 - Obrigações
 - Fundos de Investimento
 - Produtos Financeiros Complexos
 - Sistema de Indemnização aos Investidores

Comité de Basileia:

<http://www.bis.org>

Economic Report of the President (2008) EUA

<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/ERP-2008/pdf/ERP-2008.pdf>

Plano Nacional de Formação Financeira

<http://www.todoscontam.pt/pt-PT/PNFF/PNFF/ReferencialEducacaoFinanceira/Paginas/Referencial.aspx>

Outros

Apresentações e apontamentos disponibilizados pelos Professores dos vários módulos da Pós-Graduação em Mercados Financeiros ministrada pelo IDEFF no Ano 2012-2013

Apresentações referentes ao Seminário sobre Psicologia de Mercados elaborado pelo Banco Best (2010)

Apresentações #2 e #8 disponibilizados pelo Professor Doutor Jorge Miguel Bravo do módulo referente aos Mercados e Investimentos Financeiros do Mestrado em Direito e Mercados Financeiros ministrada na ISEGI da Universidade Nova de Lisboa (2015)

Filme

FERGUSON, CHARLES *Inside Job* (2010)

Por último cabe aqui deixar uma palavra de agradecimento à minha orientadora, Doutora Rute Saraiva pelos conselhos na forma de realizar a pesquisa, abordar o tema e rever o trabalho.