

INTERVENÇÃO SOBRE PRODUTOS FINANCEIROS

JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS

1. Conceito de intervenção sobre produtos financeiros

O Regulamento (UE) nº 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros (“MIFIR”) atribui às autoridades de supervisão nacionais e à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (“ESMA”) o poder de proibir ou restringir a comercialização, distribuição e venda de qualquer instrumento financeiro ou depósito estruturado que suscite “preocupações significativas” ou “preocupações relevantes” quanto à proteção dos investidores, ao funcionamento ordenado e à integridade dos mercados financeiros ou de mercadorias.

O regime desta intervenção vem previsto no Título VII do MIFIR, designado “Medidas de Supervisão Relativas à Intervenção sobre os Produtos e às Posições”.

O artigo 39º do MIFIR estabelece que a ESMA controla os mercados de instrumentos financeiros comercializados, distribuídos ou vendidos na União Europeia e que as autoridades de supervisão nacionais controlam os mercados de instrumentos financeiros distribuídos ou vendidos no respetivo Estado-Membro, ou a partir dele.

A ESMA tem poderes de intervenção temporária (artigo 41º do MIFIR) sendo que as restrições ou proibições que imponha à comercialização, distribuição ou venda dos produtos financeiros são objeto de reavaliação de três em três meses. Se não forem prorrogadas, as restrições ou proibições caducam. A ESMA toma estas medidas numa lógica de subsidiariedade: só o faz se os requisitos legais e regulamentares não permitirem lidar adequadamente com a ameaça para os investidores e os mercados e se as autoridades nacionais não tomarem medidas igualmente eficazes. As autoridades de supervisão nacionais são sempre previamente informadas das medidas que a ESMA pretenda adotar neste domínio.

Por seu turno, as autoridades competentes dos Estados Membros podem igualmente restringir ou proibir a comercialização, distribuição ou venda de instrumentos financeiros, de modo permanente, até que essas medidas sejam revogadas por terem cessado as razões que as justificaram (n.ºs 2 e 6 do artigo 42.º).

As medidas aplicadas pelas autoridades nacionais devem ser coordenadas, o que é assegurado pela ESMA no que aos instrumentos financeiros diz respeito.

Antes de mais, uma autoridade competente deve fornecer informação à ESMA e às outras autoridades competentes, com pelo menos um mês de antecedência, sobre o instrumento financeiro, a natureza exata da proibição ou restrição e os fundamentos da decisão (n.º 3 do artigo 42.º). Notificada pelas autoridades nacionais que pretendam impor uma medida, a ESMA emite parecer sobre a proibição da justificação da proibição ou restrição e sobre o seu carácter proporcionado (artigo 43.º). Se a autoridade nacional pretender aplicar medidas contra o parecer da ESMA, publica uma nota explicando os motivos da decisão no seu sítio da Internet. O mesmo acontece se a autoridade competente não adotar as medidas que a ESMA considera necessárias.

As medidas de intervenção podem ser impostas a título preventivo, antes de os instrumentos financeiros serem comercializados, distribuídos ou vendidos aos clientes (n.º 2 do artigo 42.º). Em caso de urgência, as medidas podem ser tomadas a título provisório pelas autoridades competentes (n.º 4 do artigo 42.º).

2. Condições para a aplicação das medidas de intervenção

A adoção das medidas pressupõe o cumprimento de determinados pressupostos específicos.

Perigo ou ameaça para o mercado ou os investidores

Em primeiro lugar, a comercialização do instrumento financeiro ou a sua distribuição ou venda tem de encerrar, em si mesmo, um perigo para o mercado ou para os investidores.

O MIFIR parece adotar uma perspetiva subjetiva desse perigo no que respeita aos interesses dos investidores, ao referir-se à necessidade de existência de uma “preocupação relevante” ou “preocupações significativas”¹ nesse domínio (alínea a) do n.º 2 do artigo 40.º e alínea a) do n.º 2 do artigo 42.º), mas julgamos que

¹ Não se compreende por que razão a tradução portuguesa usa, no artigo 40.º, a expressão “preocupação relevante” e no artigo 42.º se refere a “preocupações significativas”. Esta diferenciação não existe, pelo menos menos, nas versões inglesa, alemã e castelhana

a “preocupação” tem de ser objectivável e bem fundada, no que diz respeito ao risco ou ao perigo identificados. Dessa forma, o cerne do requisito é o perigo e não a preocupação significativa

A especificação dos critérios e fatores a ter em conta pelas autoridades competentes para determinar o momento em que se considera existir uma preocupação relevante ou significativa quanto à proteção dos investidores ou uma ameaça ao funcionamento ordenado do mercado e à integridade dos mercados é efetuada por meio de atos delegados da Comissão Europeia.

Todavia, o MIFIR explicita que esses fatores incluem o grau de complexidade do instrumento financeiro e a relação com o tipo de cliente junto do qual o instrumento financeiro é comercializado, distribuído ou vendido, o seu grau de inovação, a alavancagem por ele gerada e o volume ou valor nominal da emissão dos instrumentos financeiros (n.º 7 do artigo 42.º).

Quando esteja em causa um instrumento derivado, a autoridade nacional competente pode também adotar estas medidas, se concluir que esse instrumento tem “efeitos prejudiciais” sobre o mecanismo de formação de preços do mercado subjacente. Julgamos que ser poderia ter sido deixado também à iniciativa da Comissão Europeia a concretização do que se entendem por estes “efeitos prejudiciais”.

Subsidiariedade

Em segundo lugar, as medidas de intervenção encontram-se numa relação de subsidiariedade com outros instrumentos de supervisão. Assim, é necessário que, por um lado, os requisitos legais e regulamentares aplicáveis aos instrumentos financeiros não contemplem e disponham adequadamente sobre os riscos criados para os investidores e o mercado e que, por outro lado, esse problema não seria tratado de modo “mais eficaz” através do reforço da supervisão ou do cumprimento dos requisitos existentes (alínea b) do n.º 2 do artigo 42.º do MIFIR).

Veremos adiante, em 3, as dificuldades que esta ideia de subsidiariedade suscita e se podemos considerar que as medidas e poderes de intervenção previstos no MIFIR são excepcionais.

Proporcionalidade

As medidas a adotar devem ser proporcionais em relação aos riscos e ter conta o grau de sofisticação dos investidores ou dos participantes no mercado em causa e os efeitos prováveis dessas medidas sobre esses investidores e participantes no mercado (alínea c) do n.º 2 do artigo 42.º).

Em nosso entender, a ideia de proporcionalidade empurra a medida de proibição total de distribuição, comercialização ou venda de um instrumento financeiro para um plano residual dentro das medidas de intervenção, na medida em que a maior parte dos riscos poderão ser sensivelmente mitigados com a imposição de restrições. Por exemplo, os riscos da comercialização de um instrumento financeiro muito complexo, de compreensão muito difícil para a generalidade dos investidores, poderão ser substancialmente reduzidos se for restringida a sua distribuição a investidores não qualificados (o que pode implicar a concomitante restrição ou proibição específica da sua admissão a mercados regulamentados, por exemplo).

Requisitos relativos à realização de consulta prévia de outras instituições

Nos termos da alínea d) do nº 2 do artigo 42º, a autoridade de supervisão competente deve consultar previamente outras autoridades de outros Estados-Membros que possam ser significativamente afectados pelas medidas.

Efeito não-discriminatório sobre serviços ou atividades exercidas a partir de outros Estados-membros

As medidas não podem incidir exclusiva ou predominantemente sobre a comercialização, distribuição ou venda de instrumentos com origem noutra Estado-membro, deixando a salvo instrumentos equivalentes ou semelhantes com origem no Estado-membro da autoridade competente.

3. A subsidiariedade, as normas relativas à informação e à adequação e o exercício da supervisão.

Do requisito de subsidiariedade resulta que os poderes de intervenção sobre instrumentos financeiros são desenhados para os casos em que se verifique não existirem normas que estabeleçam requisitos que tratem dos riscos criados por um instrumento financeiro para os investidores e para o funcionamento do mercado.

Antes de aplicar uma medida de intervenção, a autoridade competente deve, por isso diagnosticar, em primeiro lugar, uma qualquer insuficiência normativa ou uma lacuna no direito da União.

Depois disso, exige-se que se faça um juízo sobre se reforço da supervisão ou o cumprimento dos requisitos existentes não poderiam tratar de forma “mais eficaz” o problema.

Julgamos que o recurso ao adjetivo “eficaz” não traduz fielmente o pensamento legislativo. As traduções inglesas, francesas e castelhana do MIFIR apontam para a ideia de “melhor resolução”, o que ultrapassa as meras considerações de eficácia. De facto, o recurso nesta sede, a critérios de eficácia comparativa pode subverter o juízo sobre a justificação dos poderes de intervenção, na medida em que nada é mais eficaz para combater o risco de um instrumento financeiro do que a proibição desse instrumento financeiro- e tal não parece constituir uma base válida para presidir a um princípio de subsidiariedade.

A forma como a lei mobiliária tem tratado os instrumentos de elevada complexidade assenta num duplo vector: na informação detalhada sobre o funcionamento do produto e sobre os seus riscos e nos princípios relativos à avaliação, pelos intermediários financeiros, do carácter adequado das operações para os seus clientes.

As normas do direito da União Europeia e de cada Estado-membro, em tese, são suficientemente sofisticadas para cuidar dos riscos para os investidores e para os mercados. Quando, todavia, se descubra uma lacuna, é sempre melhor para a confiança no sistema financeiro e previsibilidade da supervisão tentar resolver esse problema através dos mecanismos de supervisão já existentes e conhecidos, reforçando os procedimentos e os recursos alocados a essa tarefa.

Por isso julgamos (e desejamos) que o princípio da subsidiariedade remete a intervenção sobre instrumentos e produtos para o arsenal de último recurso das autoridades de supervisão, designadamente quando se torne imprescindível para fazer face a falhas importantes na concepção dos instrumentos financeiros ou a situações em que a sua complexidade é tão elevada que os seus riscos são dificilmente perceptíveis pelos clientes a que se destina.

Estes poderes de supervisão marcam, além disso, uma entrada mais visível no âmbito da supervisão de mérito económico, ainda que na perspectiva do risco.

Dantes, o legislador visava tornar tonar patentes os riscos na informação disponibilizada ao mercado, mas não impedia a criação ou distribuição dos produtos arriscados.

Agora, a autoridade passa a ter o poder de decidir se um produto, pelos seus riscos inerentes, deve ser objeto de medidas de intervenção. Julgamos, por isso, que só a consideração destes poderes como excepcionais pode conter a utilização das medidas dentro de limites aceitáveis. De outra forma, assistiríamos à reintrodução, no sistema jurídico, de um sistema de não-oposição ou de autorização veladas, já que as autoridades de supervisão, instituídas nestes novos poderes, seriam tentadas a fazer, por dever de ofício, em face de cada novo instrumento ou produto, um juízo prévio sobre a magnitude dos seus riscos.