

UMA RETROSPECTIVA DOS ÚLTIMOS TRINTA ANOS DE CODIFICAÇÃO DO DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS EM PORTUGAL

Célia Dias Pereira¹

<https://doi.org/10.21814/uminho.ed.148.9>

Resumo: A comemoração dos trinta anos da Escola de Direito da Universidade do Minho é o mote ideal para revisitarmos as três últimas décadas de codificação do Direito dos Valores Mobiliários. O foco passará inicialmente pelo primeiro Código mobiliário para, de seguida, centrar as atenções no Código que lhe sucedeu e que se mantém ainda hoje em vigor. Perante as dezenas de alterações à versão originária do Código dos Valores Mobiliários muitos são os aspetos que marcaram a evolução legislativa deste ramo do Direito e sobre os quais poderemos e devemos refletir. Concomitantemente, aproveitaremos o ensejo para analisar criticamente o estado atual do Direito Mobiliário numa tentativa de projeção de alguns cenários futuros que nos poderão bater à porta a breve trecho.

¹ Assistente Convidada na Escola de Direito da Universidade do Minho. Investigadora do JusGov – Centro de Investigação em Justiça e Governação. Doutoranda em Ciências Jurídicas Privatísticas. Advogada.

Palavras-chave: Código do Mercado de Valores Mobiliários, Código dos Valores Mobiliários, Direito da União Europeia, Reforma Legislativa.

Abstract: The celebration of the 30th anniversary of the Minho University Law School is the ideal occasion to revisit the last three decades of Securities Law codification. The focus will be initially on the first Securities Code and then on its successor Code, which is still in force today. Given the dozens of amendments to the original version of the Securities Code, there are many aspects that have marked the legislative evolution of this branch of the Law and on which we can and should reflect. At the same time, we will take the opportunity to critically analyse the current state of Securities Law in an attempt to project some future scenarios that may soon knock on our door.

Keywords: Securities Market Code, Securities Code, European Union Law, Legislative Reform.

1. Introdução ao tema

A configuração que hoje conhecemos do Direito dos Valores Mobiliários enquanto ramo de direito autonomizado foi o culminar de um processo evolutivo em relação ao qual a codificação desempenhou um papel preponderante. A demarcação de outros ramos do direito, como o Direito Comercial e o Direito Bancário, começou a fazer-se sentir com a elaboração de diplomas legais avulsos de âmbito de aplicação mais especializado², mas sem dúvida que o grande passo foi dado com a elaboração do primeiro código dedicado às matérias jusmobiliárias.

Várias décadas volvidas, o Direito dos Valores Mobiliários afirmou-se como ramo de direito especializado e sistematizado sem, no entanto, perder de vista as suas raízes. O Direito dos Valores Mobiliários é autónomo, porém, não deixa de ser multidisciplinar mantendo pontos de contacto com outros ramos do direito e até com outras áreas do saber.

Centremos a nossa atenção nesta evolução materializada no antigo e no atual código, designadamente nos aspetos positivos e negativos da codificação.

2. O Código do Mercado de Valores Mobiliários (Cód. MVM)

2.1. Contextualização

Foram as particulares circunstâncias da época que impulsionaram, nos finais da década de oitenta e início da década de noventa, a elaboração do Cód. MVM. Fatores externos e internos, como a adesão de Portugal na, à data, Comunidade Económica Europeia e a implementação de uma política de desgovernamentalização e reprivatizações conduziram ao crescimento da Bolsa de Valores³. A integração europeia de Portugal abriu horizontes à economia nacional, impondo a reformulação da legislação em consonância com a estrutura europeia, que aliada às debilidades estruturais do nosso sistema, evidenciadas pelo *crash* de 1987, tornaram urgente dotar o nosso ordenamento

² Para mais detalhes do prisma histórico sobre esta evolução *vide* A. BARRETO MENEZES CORDEIRO in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Almedina, 2015, pp. 124-129.

³ AMADEU JOSÉ FERREIRA in *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, 1997, pp. 78 e 79 e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Uma Introdução ao Direito dos Valores Mobiliários” in *Revista Jurídica*, N.º 30, AAFDL, 2016, p. 15.

jurídico de modernidade na negociação e liquidação das operações financeiras, de forma a responder às exigências do mercado⁴.

Efetivamente, a viragem económica operada constituiu uma circunstância favorável ao desenvolvimento do mercado nacional diante das opções pela liberdade económica e iniciativa privada, a par da implementação de programas de incentivos fiscais com a concessão de benefícios às empresas emitentes e aos investidores⁵. Vivia-se um período de “crescimento exponencial” do mercado com reflexos no número de empresas que abriram o capital ao investimento do público, no volume de transações, nas cotações das ações e no número de intermediários financeiros habilitados ao exercício das atividades de intermediação⁶.

Neste contexto, tornou-se clara a inevitabilidade e a necessidade de elaboração de um diploma legal específico, sistematizado e unificador, traçando-se objetivos concretos de (i) aproximação do mercado português aos mercados europeus, (ii) criação de normas e regras legais adequadas ao forte desenvolvimento que se verificava na emissão e transação de valores mobiliários e (iii) privatização do mercado⁷. Segundo Fernando da Costa Lima, os objetivos foram traçados em três linhas fundamentais: a desgovernamentalização, materializada na criação da CMVM como entidade independente do poder político e com competências de supervisão; a desestatização obtida pela “devolução das infraestruturas de negociação (...) aos intermediários financeiros”; e a liberalização mediante a eliminação de certas autorizações administrativas no âmbito das ofertas públicas⁸.

Nesse seguimento, foi criada uma secção especializada, presidida pelo Dr. José Luís Sapateiro, que preparou e elaborou o Cód. MVM, diploma que

⁴ FERNANDO DA COSTA LIMA, “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, p. 47.

⁵ CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA, “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Portugêses” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, pp. 886 e 887.

⁶ FERNANDO DA COSTA LIMA in “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica”, *cit.*, p. 45.

⁷ ANTÓNIO DA CUNHA REIS, “A Proteção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 11, agosto 2001, p. 1.

⁸ In “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica”, *cit.*, pp. 48 e 49.

constituiu o “principal marco fundador do Direito dos Valores Mobiliários em Portugal”⁹ e que vigorou entre 1991 e 2000.

2.2. Breves considerações sobre o diploma legal

Decorrido este longo hiato temporal desde o primeiro código português a regular as relações jusmobiliárias, os aspetos normativos que perduram na memória como sinónimos de progresso legislativo nesta sede são, em primeira linha, aqueles que se prenderam com a privatização das bolsas de valores de Lisboa e do Porto. Assim, liberalizaram-se os mercados de valores mobiliários, ainda que a constituição de bolsas continuasse dependente de autorização governamental¹⁰. Não só a propriedade deixou de pertencer ao Estado, como a administração passou a ser privada e aproveitou-se para proceder à clarificação da distinção entre bolsa e respetiva entidade gestora¹¹.

Ademais, é de salutar a eliminação da necessidade de autorização administrativa para as ofertas públicas e o reforço nos sistemas de registo, controlo e depósito, de compensação e liquidação de valores mobiliários, criando-se “as condições para a implementação do sistema de negociação em contínuo, por via eletrónica e a criação da Central de Valores Mobiliários que permitiria o maior ganho de eficiência de sempre no nosso mercado: a desmaterialização dos títulos”¹².

A previsão de um regime dos ilícitos do mercado com o devido enquadramento sancionatório foi igualmente um passo importante juntamente com a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) responsável pela regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros¹³.

⁹ CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 886. Para uma compreensão mais completa da redação deste diploma legal *vide* MARIA LUÍSA AZEVEDO [*et. al.*] in *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar: Anotado e Comentado*, Bolsa de Derivados, 1996.

¹⁰ PAULO CÂMARA in *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª Ed., Almedina, 2018, pp. 534 e 535.

¹¹ Com a entrada em vigor do novo Cód. VM e procurando uma redação sintética e estável, o regime das entidades gestoras, que carece de alguma pormenorização, veio a ser regulado em diploma próprio e estipulou-se a obrigatoriedade de adotarem a forma de sociedade anónima.

¹² FERNANDO DA COSTA LIMA in “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica”, *cit.*, p. 49.

¹³ Na doutrina, realçando os feitos descritos *vide* CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, pp. 18 e 19; CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL

De referir ainda que o Cód. MVM forneceu-nos uma importante definição no que toca ao conceito de mercado de valores mobiliários distinguindo o mercado primário do mercado secundário¹⁴ tendo, posteriormente, introduzido o conceito de mercados regulamentados como um subtipo do mercado secundário.

Desta feita, a abertura dos mercados à autonomia privada e a criação de estruturas que permitissem a fluidez das negociações e transações atinentes às operações financeiras com o respetivo enquadramento legal não só conferiram segurança jurídica, como contribuíram para a existência de condições favoráveis ao funcionamento dos mercados. Como complemento, a preocupação com a tutela de interesses públicos relacionados com a regulação, supervisão e previsão de sanções para a prática de condutas tipificadas como ilícitas foram fatores relevantes para transmitir aos participantes no mercado a imagem de que este era fidedigno, transparente e seguro, características imprescindíveis a qualquer economia que tenha a pretensão de dispor de um mercado de capitais atrativo e concorrente.

3. O Código dos Valores Mobiliários (Cód. VM)

3.1. As circunstâncias da época

Aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro e com entrada em vigor a 01 de março de 2000, o Cód. VM¹⁵ não foi mais de que um evidente reflexo do rápido desenvolvimento dos mercados que impôs rever, atualizar, simplificar e modernizar o diploma central em matéria mobiliária¹⁶.

SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 887.

¹⁴ Referimo-nos ao art. 3º nº 1 alíneas b), c) e d): “Para os efeitos deste diploma consideram-se: b) O mercado de valores mobiliários – o conjunto dos mercados organizados ou controlados pelas autoridades competentes e onde esses valores se transacionam; c) Mercado primário - o conjunto dos mercados de valores mobiliários através dos quais as entidades emittentes procedem à emissão desses valores e à sua distribuição pelos investidores; d) Mercado secundário - o conjunto dos mercados de valores mobiliários organizados para assegurar a compra e venda desses valores mobiliários depois de distribuídos aos investidores através do mercado primário”.

¹⁵ Debruçando-se sobre a preparação deste código *vide* PORTUGAL, MINISTÉRIO DAS FINANÇAS e CMVM in *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, CMVM, 1999.

¹⁶ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO in *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, p. 49 e *Direito dos Valores Mobiliários*, *cit.*, pp. 129 e ss.; CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 887.

Apesar da inegável importância da elaboração do primeiro código mobiliário, o mesmo rapidamente se tornou insatisfatório para dar resposta ao enorme crescimento evolutivo dos mercados, a par dos constantes atos legislativos de fonte europeia¹⁷ que careciam de ser vertidos no ordenamento jurídico interno. Como principais razões apontadas para a substituição do Cód. MVM encontramos a sua prolixidade expressa no facto de ser composto por mais de 690 artigos, tendencialmente densos e longos, a reduzida conexão com normas gerais de direito conduzindo a uma desconfiança sistemática e o diminuto enquadramento numa perspetiva internacional dos mercados¹⁸.

Deste modo, a elaboração do novo código tinha como principais objetivos a codificação, a clarificação e simplificação formal e estrutural, a flexibilização, a coordenação com outros diplomas legais, a modernização e a internacionalização assentes nos princípios da transparência e da eficiência e num panorama amplo de reforma dos mercados de capitais incluindo a revisão do regime das entidades gestoras e do estatuto da CMVM¹⁹. Na altura foram oficialmente definidas linhas gerais de condução dos trabalhos, das quais realçamos: a revisão da redação e terminologia para mais fácil compreensão; a redução da extensão dos artigos; a coordenação com outros textos legais aplicáveis à área financeira; a clarificação dos âmbitos material e espacial de aplicação em face da integração e globalização como novas realidades; a consideração do acréscimo da concorrência nos mercados; a consagração de um tratamento diferenciado dos investidores em função das necessidades de proteção que reclamam; a reanálise dos mercados secundários²⁰.

¹⁷ Sobre a forte influência do Direito da UE no impulso da regulamentação jurídica da matéria mobiliária *vide* A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Direito Europeu dos Valores Mobiliários: Evolução e Linhas Gerais” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 7, Nº 2, 2015, pp. 273-296.

¹⁸ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes”, *cit.*, p. 19; LUCA ENRIQUES e PAULO CÂMARA, “The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, p. 26.

¹⁹ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes”, *cit.*, pp. 19 e 20; CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 888.

²⁰ FERNANDO DA COSTA LIMA in “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica”, *cit.*, pp. 51 e 52.

3.2. A evolução da sua redação ao longo dos tempo

Se inicialmente o Cód. VM visou uma continuidade do projeto iniciado pelo Cód. MVM aprimorada pelo trabalho doutrinário que vinha sendo realizado²¹, rapidamente as constantes alterações provenientes do Direito da União Europeia (UE) romperam com essa ligação, além de que os desenvolvimentos sentidos no funcionamento dos mercados e na negociação, por exigirem uma nova configuração da lei, impuseram forçosamente essa rutura.

Ao longo da sua vigência e perante tantas alterações e retificações – repare-se que o Cód. VM vai já na 51ª versão, à data da redação deste artigo²² –, muito dificilmente se evitaria a perda gradual da essência que esteve na estrutura base da sua preparação e elaboração. Pese embora no balanço feito por Carlos Ferreira de Almeida, o autor considere que o Cód. VM “mantém a sua estrutura original, os princípios basilares, a quase totalidade das regras mais genéricas, a relação das normas legais com preceitos regulamentares e uma moderada autorregulação”²³, ainda que assim o seja, representa um pequeno resquício daquilo que foi nos seus primeiros anos e não invalida que os objetivos que se traçaram à data se tenham vindo a tornar uma miragem. Como denotam Luca Enriques e Paulo Câmara, o objetivo de apresentar um código mais simples e conciso desapareceu à medida em que surgiam sucessivas diretivas a serem transpostas para o direito interno, além de que a unificação também não se atingiu na sua plenitude com o código a ser complementado por outros textos legais²⁴.

²¹ CARLOS GOMES DA SILVA e ÁBEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 888.

²² O presente artigo foi elaborado no decurso do mês de julho de 2023 com a última revisão a 30 de Novembro do mesmo ano.

²³ In “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes”, *cit.*, p. 17.

²⁴ In “The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law”, *cit.*, p. 26.

De entre todas as alterações, poderemos destacar a transposição das Diretivas do Abuso de Mercado²⁵, do Prospeto²⁶, da Transparência²⁷ e dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF I e DMIF II)²⁸ e, mais recentemente, a reforma operada no final de 2021²⁹. Deixa-se a nota de que em 2022 apenas ocorreram duas intervenções no Cód. VM, ambas cirúrgicas³⁰. Igualmente, no ano corrente de 2023, até à data em que se escreve o presente artigo, o Cód. VM sofreu modificações decorrentes da aprovação de dois diplomas legais que incidem em matérias específicas, sendo que as repercussões maiores prendem-se com a inclusão das unidades de participação em organismos de investimento coletivo na norma que tipifica os valores mobiliários e a previsão do exercício das funções de depositário de organismo de investimento coletivo como uma atividade de intermediação financeira³¹. Efetivamente, o impacto do Direito da UE na codificação portuguesa do Direito dos Valores Mobiliários é indiscutível, assim como também é clarividente o seu crescente peso em termos de extensão e de conteúdo, pois os indicadores dão conta de que o número de artigos que compõem o Cód. VM foi aumentando e

²⁵ Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, transposta para o nosso ordenamento jurídico pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março, posteriormente revogada pelo Regulamento 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado).

²⁶ Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, transposta para a ordem jurídica interna pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março, posteriormente revogada pelo Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado.

²⁷ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, transposta para o nosso ordenamento jurídico pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro.

²⁸ Respetivamente, Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, transposta para a ordem jurídica interna pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, e Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, transposta para o nosso ordenamento jurídico pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho.

²⁹ Cfr. ponto 3.2.3 do presente artigo.

³⁰ Referimo-nos às alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 31/2022, de 06 de maio, que aprova o Regime Jurídico das Obrigações Cobertas e transpõe a Diretiva (UE) 2019/2162 e a Diretiva (UE) 2021/2261, alterando os arts. 257º-G e 375º do Cód. VM; e pela Lei n.º 23-A/2022, de 09 de dezembro, que transpõe a Diretiva (UE) 2019/878, relativa ao acesso à atividade bancária e supervisão prudencial, e a Diretiva (UE) 2019/879, relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito e empresas de investimento, alterando, entre outra legislação, o art. 267º do Cód. VM.

³¹ Reportamo-nos às alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril, que aprova o regime da gestão de ativos, alterando os arts. 10º, 2º, 8º, 20º, 26º-H, 30º, 63º, 289º, 305º, 359º, 363º, 388º, 400º, 404º e 422º-A do Cód. VM e aditando o art. 397º-B; e pelo Decreto-Lei n.º 66/2023, de 08 de agosto, que procede à execução de regulamentos relativos a serviços financeiros e à transposição parcial da Diretiva (UE) 2021/2118, relativa ao seguro de responsabilidade civil da circulação de veículos automóveis, alterando diversos diplomas legais, sendo que no que diz respeito ao Cód. VM apenas modifica o seu art. 359º

de que a influência do Direito Europeu na redação dos artigos também tem vindo a alastrar-se³².

Não nos sendo possível percorrer todas ou grande parte das alterações ocorridas nas últimas décadas, uma vez que não é nossa pretensão uma análise exaustiva de índole histórico-jurídica atendendo aos limites de extensão deste artigo, selecionamos algumas modificações que nos parecem serem mais impactantes e, por isso, são merecedoras do nosso destaque nos pontos seguintes.

3.2.1. A conceção de mercado e as mutações na negociação de instrumentos financeiros

Na redação originária do Cód. VM foi necessário, desde logo, proceder à transposição das Diretivas que tratavam “das condições de admissão de valores mobiliários à cotação em bolsa e das informações a publicar por sociedades emitentes de ações admitidas à cotação, dos requisitos do prospeto de oferta pública de subscrição ou de venda de valores mobiliários, dos serviços de investimento, da supervisão prudencial, dos sistemas de pagamentos e do abuso de informação”, assim como se teve em consideração o projeto de Diretiva referente ao regime das OPA’s obrigatórias³³. Ademais, foram revogadas e alteradas várias normas do Código das Sociedades Comerciais com o objetivo de permitir “a aproximação à unidade de regimes sobre sociedades abertas, transmissão de ações e aquisição tendente ao domínio total”³⁴.

Em termos substanciais, as alterações de fundo verificaram-se na eliminação das OPA’s parciais e na desmutualização das bolsas, pondo-se fim à existência de duas bolsas e criando-se um mercado de bolsa de âmbito nacional³⁵. Foram reforçadas as regras de transparência e modernizaram-se

³² Evidenciando esta tendência através da apresentação de dados que demonstram a evolução nos últimos anos *vide* LUCA ENRIQUES e PAULO CÂMARA in “The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law”, *cit.*, pp. 27-33. Os autores advertem que os números apresentados subestimam o papel do Direito da UE na legislação dos mercados de capitais, uma vez que existe legislação europeia que não carece de transposição e outra que está vertida em legislação fora do Cód. VM – *cf.* p. 30.

³³ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes”, *cit.*, p. 21.

³⁴ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA in “Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias Felizes”, *cit.*, p. 23.

³⁵ FERNANDO DA COSTA LIMA in “30 Anos de Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários – Uma Visão Crítica”, *cit.*, p. 53.

os mecanismos de pós-negociação³⁶ sempre numa lógica de proteção, integridade e eficiência dos mercados com a finalidade última de atingir a integração do mercado decorrente da ideia de mercado único europeu ao nível dos mercados financeiros³⁷.

Relativamente à noção de mercado, na versão originária³⁸ do Cód. VM o legislador optou por um conceito restrito de mercado. Abandonou-se a distinção entre mercado primário e mercado secundário, adotando-se os conceitos de mercados regulamentados e outros mercados organizados por preterição do conceito de bolsa, como espelho da noção escolhida pelo Direito da UE enquanto conceito de referência. Em face da rápida evolução das plataformas de negociação, atualmente o legislador limitou-se a elencar as diversas formas de organização através de noções amplas³⁹ – preferindo a ideia de ‘sistema’ como elemento definatório e suprimindo a referência espacial – que conferem mais flexibilidade à letra da lei para se adaptar às mudanças que se vão sentido e às novas realidades que vão surgindo. Este processo de transição da concentração de negociação nos mercados regulamentados para a negociação noutras formas organizadas foi gradual com os primeiros sinais a serem dados pela DMIF I, uma vez que tinham sido traçados objetivos claros de dinamização e competitividade da economia europeia. O seu ímpeto ocorreu com a DMIF II ao, entre outros aspetos, reconhecer os sistemas organizados de negociação. Também a nível nacional, estando intimamente dependente das diretrizes europeias, o sistema jurídico foi a passo e passo afastando-se da concentração bolsista e prevendo atualmente a possibilidade da CMVM reconhecer outras formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros, além daquelas que estão consagradas no Cód. VM⁴⁰.

³⁶ Com mais detalhe relativamente ao regime jurídico instituído pelos dois códigos *vide* JOSÉ NUNES PEREIRA, “Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 265-317.

³⁷ Aludindo aos objetivos do Direito da UE em matéria de mercados financeiros *vide* LUCA ENRIQUES e PAULO CÂMARA in “The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law”, *cit.*, pp. 33-36.

³⁸ O art. 198º n.º 1 do Cód. VM tinha a seguinte redação: “considera-se mercado de valores mobiliários qualquer espaço ou organização em que se admite a negociação de valores mobiliários por um conjunto indeterminado de pessoas atuando por conta própria ou através de mandatário”. Deixa, assim, de se abranger a simples confluência ou reunião entre quaisquer procura e oferta de valores mobiliários.

³⁹ Cfr. arts. 198º-201º do Cód. VM.

⁴⁰ Sobre estas alterações *vide* ANTÓNIO SOARES, “Mercados Regulamentados e Mercados Não Regulamentados” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 7, 2000, pp. 276-282; PAULO CÂMARA in *Manual de Direito*

Assim, desde a entrada em vigor do Cód. VM e com o avançar dos anos que a evolução tecnológica e a crescente informatização se foram fazendo sentir mais intensamente repercutindo-se diretamente na estrutura e funcionamento dos mercados financeiros. A afirmação de novas realidades na negociação e transmissão de instrumentos financeiros é precisamente o seu resultado: a negociação automatizada; a negociação cada vez mais globalizada e concorrencial através de plataformas de negociação sem um espaço físico como elemento essencial, deixando de estar circunscrita à tradicional Bolsa de Valores (*v.g.* sistemas multilaterais de negociação e sistemas organizados de negociação); a negociação algorítmica e a negociação algorítmica de alta frequência⁴¹, que vieram a ser reguladas pela DMIF II como manifestação da cautela do legislador quanto aos riscos potenciais que envolvem para os mercados; a tecnologia *blockchain*⁴²; a crescente diversidade de instrumentos financeiros que extravasam as operações que têm por objeto os tradicionais valores mobiliários.

3.2.2. As atividades de intermediação financeira e a proteção do investidor

Podemos arriscar dizer que a evolução da legislação no que concerne às atividades de intermediação financeira anda de mãos dadas com a própria

dos Valores Mobiliários, cit., pp. 536, 545 e 557-564. Também sobre o conceito de mercado não regulamentado (os designados mercados organizados), SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, “Cabimento da Figura dos Mercados Não Regulamentados no Âmbito da DMIF e na Consequente Revisão do Cód. VM” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, *Wolters Kluwer*, Coimbra Editora, 2008, pp. 319-335.

⁴¹ Sobre esta temática indicamos ilustrativamente: FERNANDO GILBERTO in *Negociação Algorítmica de Alta Frequência – Negócios à Velocidade da Luz*, Vida Económica, 2015; ISABEL BARROS DE SOUSA in *Negociação Algorítmica de Alta Frequência: Questões Jurídicas e Económicas*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2016; MIGUEL SANTOS ALMEIDA, “High-Frequency Trading: Regulamentação e Compliance no Contexto da Nova DMIF II” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coord. Paulo Câmara, Almedina, 2017, pp. 427-446; TERESA MIRA OLIVEIRA, “High-Frequency Trading: o Novo Paradigma da Negociação Automatizada” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano 10, Nº 2, 2018, pp. 319-361. Para uma compreensão do seu impacto numa perspetiva mais economicista *vide* CATARINA FERRAZ, “20 Anos na Dinâmica da Negociação em Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, pp. 365-382.

⁴² Para umas noções gerais *vide* FRANCISCO MENDES CORREIA, “A Tecnologia Descentralizada de Registo de Dados (Blockchain) no Setor Financeiro” in *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*, 2ª Ed. – Reimp. 2020, Almedina, 2019, pp. 83-88; MARTINHO LUCAS PIRES, “Breve Nota sobre os Desafios Jurídicos da Blockchain” in *Homenagem ao Professor Doutor Germano Marques da Silva*, Vol. III, Coord. José Lobo Moutinho, [et. al.], Universidade Católica Editora, 2020, pp. 1969-1993.

evolução do setor financeiro. Com a afirmação da figura do intermediário financeiro, a par da sofisticação dos instrumentos financeiros e, por conseguinte, do desenvolvimento das próprias atividades e serviços de investimento, a atuação do legislador naturalmente que se fez sentir a este nível, sendo certo que a regulação de novas operações e contratos foi conformada pelas recomendações das organizações internacionais. Paralelamente, a consolidação da importância da regulação para que os mercados funcionem de forma eficiente, transparente e segura teve, do mesmo modo, influência na intervenção legislativa. Este cuidado em regulamentar as atividades e serviços prestados no seio do mercado de capitais é igualmente fruto da crise financeira de 2007-2008, sobretudo ao nível da supervisão e que tem como intuito conferir mais segurança aos participantes do mercado e prevenir ou, pelo menos, minimizar os efeitos de períodos económico-financeiros menos favoráveis.

Portanto, uma das evidências que mais salta à vista nestes trinta anos de codificação é a gradual preocupação com a proteção dos investidores. Além da consagração de princípios norteadores das atividades exercidas pelos intermediários financeiros, a imposição de deveres foi-se densificando e está presente não só na fase de celebração e execução dos serviços, como também na fase prévia à contratação. Os deveres são de índole variada⁴³ – dever de conhecer o perfil do cliente, dever de categorização do cliente, dever de adequação das operações, dever de prevenção de conflitos de interesses, deveres de organização, etc. –, mas a verdade é que o legislador conferiu especial enfoque aos deveres de informação.

⁴³ Na doutrina, a título meramente exemplificativo: A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Os Deveres de Adequação dos Intermediários Financeiros à Luz da DMIF II” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários: II Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Vol. II, Coord. Paulo Câmara, Almedina, 2019, p. 61-80; ANDRÉ ALFAR RODRIGUES in *Deveres e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, Almedina, 2020; JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 56, abril 2017, p. 31-52; MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, “A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro por Informação Deficitária ou Falta de Adequação dos Instrumentos Financeiros” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coord. Paulo Câmara, Almedina, 2017, pp. 411-424; PAULO CÂMARA, “Os Deveres de Categorização de Clientes e de Adequação dos Intermediários Financeiros” in *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coord. Maria Fernanda Palma, [et. al.], Coimbra Editora, 2009, pp. 299-324; PEDRO MIGUEL RODRIGUES, “A Intermediação Financeira: Em Especial, os Deveres de Informação do Intermediário Perante o Cliente” in *Data Venia*, Ano 1, Nº 2, 2013, pp. 101-131; RAFAELA ROCHA, “Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira. Apontamentos sobre o Novo Regime” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 27, agosto 2007, pp. 97-106.

De mencionar o alargamento da previsão de forma escrita para a generalidade os contratos de intermediação financeira⁴⁴, e o aditamento de um artigo que tem por objeto a definição de um conteúdo mínimo dos contratos celebrados com investidores não profissionais⁴⁵. Para além disso, há que destacar o aperfeiçoamento das normas atinentes à responsabilidade civil do intermediário financeiro como salvaguarda dos direitos e interesses legítimos dos investidores, em particular dos investidores não profissionais⁴⁶. Quanto aos tipos de contratos em específico as alterações substanciais operaram, essencialmente, na regulação do contrato de consultoria para investimento, destacando-se, em jeito sucinto: a alteração da sua qualificação de serviço auxiliar para serviço ou atividade de investimento; a previsão de informação específica a prestar no seu âmbito⁴⁷; a distinção entre consultoria para investimento prestada numa base independente e a consultoria para investimento prestada numa base dependente; e a consagração de um regime de proibição de benefícios ilegítimos que veio a ser reforçado pela DMIF II⁴⁸.

3.2.3. A reforma de 2021, em particular

A reforma do Cód. VM no final do ano de 2021, concretizada pela Lei nº 99-A/2021, de 31 de dezembro, que entrou em vigor no dia 30 de janeiro de 2022, foi o culminar de muitas vozes que vinham soando a urgência em intervir na principal lei mobiliária, sem prejuízo da diversa legislação avulsa que foi igualmente objeto de alterações. Argumentos intimamente ligados à necessidade de dinamizar o nosso mercado de instrumentos financeiros e

⁴⁴ Cfr. art. 321º nº 1 do Cód. VM. Na versão anterior deste preceito a forma escrita apenas era exigível para certos contratos (relativos aos serviços previstos nas alíneas a) e d) do nº 1 do art. 290º e alíneas a) e b) do art. 291º, ambos do Cód. VM) e quando celebrados com investidores profissionais e não profissionais.

⁴⁵ Cfr. art. 321º-A do Cód. VM aditado pela Lei nº 35/2018, de 20 de julho e alterado pela Lei nº 99-A/2021, de 31 de dezembro.

⁴⁶ Cfr. art. 304º-A, aditado pelo Decreto-Lei nº 357-A/2007, de 31 de outubro, que presume no seu nº 2 a culpa do intermediário financeiro no âmbito da relações pré-contratuais e contratuais e, em qualquer caso, pela violação de deveres de informação; e, ainda, art. 324º Cód. VM que na sua versão original consagrava um prazo prescricional de dois anos e na versão atual o prazo difere consoante a categorização do investidor.

⁴⁷ Cfr. art. 312º-H do Cód. VM, aditado pela Lei nº 35/2018, de 20 de julho.

⁴⁸ Para uma análise mais aprofundada das alterações no que diz respeito não só à consultoria para investimento, como também aos contratos de intermediação em geral *vide* RUI PINTO DUARTE, “Os Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários Vinte Anos Depois” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os Vinte Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Coord. CMVM, Almedina, 2021, pp. 395-425.

de o tornar mais atrativo, de forma a finalmente começar a ter um peso significativo na economia nacional, foram invocados pela globalidade daqueles que têm conhecimento de causa e estão amplamente familiarizados com a realidade financeira portuguesa.

Em termos gerais, foi nesse sentido que se introduziram alterações relacionadas com a própria técnica de redação das normas, a fim de as tornar mais leves, harmonizáveis, com uma linguagem mais simplificada e clarificada.

Em termos substanciais, a intervenção legislativa fez-se sentir em determinadas normas: (i) relativas ao registo na CMVM visando a simplificação dos procedimentos; (ii) no título respeitante à negociação dos instrumentos financeiros e nas disposições sobre os valores mobiliários com a finalidade de clarificar a redação; (iii) relativas à supervisão, regulação e cooperação; (iv) e nas matérias de crimes e ilícitos de mera ordenação social.

Duas das mais significativas alterações foram ao nível da revogação do regime das sociedades abertas e da revisão do regime das ofertas públicas, especialmente no que diz respeito ao prospeto. A título exemplificativo, podemos referir que o legislador deixou cair o conceito de sociedades abertas optando pelo regime das ‘sociedades cotadas’, sendo que as normas até então aplicáveis àquelas passam a cingir-se às sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Além disso, o limiar dos direitos de voto para a comunicação das participações qualificadas foi aumentado fixando-se nos cinco por cento, tornou-se admissível a emissão de ações com direito ao voto plural, como instrumento adicional de dispersão do capital em mercado e foram introduzidas clarificações quanto ao regime de imputação de direitos de voto, bem como regras no sentido de facilitar o exercício do direito de voto em Assembleia Geral, incluindo uma nova figura de certificados de legitimação. Foi ainda eliminada a obrigatoriedade de contratação pelos emitentes de serviços de assistência e colocação em ofertas públicas, afastada a responsabilidade obrigatória dos intermediários financeiros pelo conteúdo do prospeto, alargado o patamar até ao qual não é exigível a publicação de prospeto e, por fim, passa a ser permitida a apresentação do prospeto em inglês.

Também no que concerne à tutela do investidor houve intervenção do legislador, nomeadamente modificando os arts. 321º n.º 1, 324º n.º 2 e 330º n.ºs 14 e 17 do Cód. VM. Estas modificações prendem-se com a imposição de forma

escrita para todos os contratos de intermediação financeira independentemente da categorização do investidor; a invocação da nulidade de forma reservada aos investidores não profissionais; a alteração dos prazos de prescrição da responsabilidade do intermediário financeiro, consagrando-se o prazo de dez anos no caso de investidores não profissionais; a previsão de prazos para a disponibilização e divulgação de informação no âmbito da execução de ordens.

No fundo, a intervenção legislativa de 2021 seguiu uma linha de simplificação, redução de encargos e de barreiras regulatórias e alinhamento com a legislação europeia com o fim último de tornar o mercado de capitais português mais atrativo.

4. Análise crítica e projeções futuras

O trabalho que foi sendo feito nos últimos anos teve em vista a implementação e a consolidação de uma política de regulação do sistema financeiro e das relações jurídicas estabelecidas no seu seio. Ou seja, houve o intuito de demarcação das estratégias intervencionistas que asfixiam os mercados e colocam entraves a um funcionamento competitivo e atrativo, passando-se a utilizar os mecanismos legais como ferramentas para uma regulação e supervisão equilibradas que garantam a defesa de princípios essenciais à transparência, proteção e eficiência do mercado, mas que simultaneamente não causem um impacto negativo na concorrência, no dinamismo e no incentivo à autonomia privada⁴⁹.

Contudo, o declínio da eficácia na implementação prática desta estratégia não tardou. Se, globalmente, o balanço é francamente positivo quanto aos resultados atingidos com o Cód. MVM e se na preparação e elaboração do Cód. VM o trabalho alcançado manteve-se numa rota de dinamização e afirmação do mercado português de capitais, lamentavelmente os desígnios iniciais pelos quais a codificação se pautou foram-se desvanecendo com relativa rapidez.

A intensa produção legislativa, sobretudo, devido à proliferação de atos legislativos oriundos da UE desencadearam sucessivas alterações e retificações

⁴⁹ JOSÉ NUNES PEREIRA in “Quinze Anos de Codificação Mobiliária em Portugal”, *cit.*, pp. 270 e 271. O autor afirma que “a codificação está na base da modernização do nosso mercado de capitais” e que “o impulso fortemente inovador e reformador do primeiro código mobiliário” foi atualizado e melhorado pelo código em vigor – *cf.* p. 298.

a que já aludimos e que fizeram com que o Cód. VM ficasse “desvirtuado das suas ideias orientadoras originais, em especial de simplificação e de flexibilização”⁵⁰. A crescer, deparamo-nos hoje com um texto confuso, complexo, opaco e com extensas exigências que, muitas das vezes, decorrem da densidade e exaustividade que caracteriza os textos de fonte europeia, mas que tantas outras se devem a uma opção nacional e não por força do comando normativo europeu. As lacunas na gestão legislativa, nomeadamente em termos do processo de transposição de diretivas, na harmonização e coordenação com o nosso sistema interno e na organização sistemática dos próprios regimes e dos respetivos diplomas legais conexos com o Cód. VM são outros fatores desfavoráveis que, infelizmente, facilmente identificamos.

Concluindo, perdeu-se a simplicidade e a sistematização que nortearam a elaboração do Cód. VM, porquanto que perante a sua versão atual constatamos um diploma legal exaustivo, com menos clareza e cada vez mais confuso para todos os intervenientes do mercado⁵¹. Estas circunstâncias geram consequências não só ao nível jurídico (*v.g.* obstáculos para o intérprete e aplicador do direito, preceitos inexecutáveis em termos práticos, dificuldades acrescidas no controlo do cumprimento efetivo dos preceitos, nomeadamente no que diz respeito aos deveres dos intermediários financeiros, resultados desajustados atendendo às circunstâncias concretas), mas também no próprio funcionamento do mercado e na sua importância no panorama da economia portuguesa tornando-o pouco atrativo pela imposição de muitos requisitos legais, pela oneração (por vezes, desproporcionada) dos intermediários financeiros, pela excessiva burocracia, pela falta de incentivos à permanência das empresas e à alocação do investimento⁵².

Posto que, e diante do atual cenário, a simplificação, a clarificação, a eliminação de normas desajustadas à realidade, a redução dos aspetos burocráticos e das formalidades, a diminuição dos encargos regulatórios, a promoção

⁵⁰ CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, p. 889.

⁵¹ Bastante críticos do presente Cód. VM, *vide* CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, pp. 889 e ss., entendendo até que o referido diploma legal desconsidera como princípio estruturante do sistema a promoção do desenvolvimento do mercado – *cfr.* p. 890.

⁵² CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, pp. 891-893.

do desenvolvimento do mercado em pé de igualdade com a proteção do investidor e a modernização no sentido de aproximação às práticas internacionais têm sido os principais aspetos apontados como cruciais para a dinamização do mercado e, conseqüente, inversão da tendência negativa e dos indicadores desfavoráveis que são a radiografia do nosso sistema financeiro nos dias de hoje⁵³.

Na nossa modesta opinião, cremos que alguns passos já foram dados como a reforma de 2021 que abordamos anteriormente, visto que as medidas adotadas são reveladoras das tais finalidades de simplificação, clarificação, desburocratização e harmonização. Porém, e sem a pretensa de apresentarmos uma visão pessimista, parece-nos que “a promoção e desenvolvimento do mercado português, como fonte de financiamento complementar ao serviço das empresas”⁵⁴ não será verdadeiramente alcançada – de forma a que gere resultados com um impacto generalizado no mercado de capitais ao ponto de reverter a atual tendência de declínio – se não houver uma cooperação institucional multidisciplinar e uma participação transversal dos setores económico e social. Ademais, a extensão, a densidade, a complexidade e a falta de clareza da redação das normas do Cód. VM, assim como a própria apresentação do mesmo com uma série de artigos revogados e artigos aditados, não são indicadores favoráveis a uma vida (muito mais) longa do principal diploma legal do Direito dos Valores Mobiliários e, certamente, irão desaguar na propugnação de uma revitalização profunda do mesmo que não nos parece que se compagine com sucessivas alterações.

5. Súmula conclusiva

Ao longo deste texto já fomos deixando alguns sinais das conclusões que nos afiguram como pertinentes e que, para fechar este breve estudo, as podemos sintetizar pela repartição em três momentos:

⁵³ Assim o defendendo e antecipando algumas medidas da reforma do Cód. VM que, à data do artigo, tinham sido apresentadas como proposta e que, posteriormente, vieram a ser concretizadas, *vide* CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, pp. 894-899.

⁵⁴ CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA in “O Papel do Código dos Valores Mobiliários no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Português”, *cit.*, pp. 897 e 898.

- i) Um primeiro momento muito positivo traduzido na compilação das matérias principais num único código unificador e devidamente sistematizado, tendo sido vital para projetar o mercado português e retirar proveito da fase de expansão que se vivia naquela época. Não poderíamos acompanhar, ainda que ao nosso ritmo, o desenvolvimento dos mercados financeiros à escala mundial sem legislação sólida que regulamentasse os aspetos estruturantes do funcionamento dos mercados, desde a emissão, passando pela negociação, até às relações contratuais, paralelamente com a consagração de regimes de controlo e supervisão. Portanto, é unânime que o Cód. MVM foi crucial para a afirmação do Direito dos Valores Mobiliários e para a projeção do mercado português de capitais.
- ii) Um segundo momento, aquando da elaboração do Cód. VM, que se revelou inevitável por força das circunstâncias evolutivas e que se iniciou tendo por base princípios e finalidades de louvar, dando seguimento à consolidação do Direito dos Valores Mobiliários que vinha sendo construída.
- iii) Numa fase posterior e devido a uma conjugação de fatores que fomos elencando no corpo do texto, um terceiro momento caracterizado, em certa medida, por um retrocesso ou, pelo menos, uma desorientação daquelas linhas basilares e que são comumente entendidas como favoráveis à formação de um mercado competitivo e aliciante. Apesar do sinal que nos foi dado com a reforma de 2021 no sentido de reverter o estado atual das coisas, é neste estágio que (ainda) nos encontramos onde os ‘remendos’ que têm segurado o Cód. VM, mais cedo ou mais tarde, irão revelar-se inoportunos e conduzirão, no nosso entendimento, à preparação de um novo código que recupere os objetivos iniciais presentes no processo de codificação, agora devidamente enquadrados na nova realidade do mercado de capitais: um mercado cada vez mais globalizado, interconectado, digital, tecnológico e inovador.