

**De:** Gabinete Presidente <gabinetepresidente@cmvm.pt>

**Enviada:** 14 de janeiro de 2021 14:49

**Para:** Comissão 5ª - COF XIV <5COF@ar.parlamento.pt>

**Cc:** João Pereira da Silva <\_\_\_\_\_>; Maria Ângela Dionísio <\_\_\_\_\_>; Joana Coutinho <\_\_\_\_\_>; Mafalda Gomes <\_\_\_\_\_>; Gabinete Presidente <gabinetepresidente@cmvm.pt>

**Assunto:** Petição n.º 115/XIV/1.ª - Pedido de informação

Ex.mos Senhores,

Com referência ao e-mail de V. Exas de 18 de dezembro de 2020 relativo ao pedido de informação sobre a Petição n.º 115/XIV/1.ª - Para controlo, revisão e criação de legislação que salvaguarde os direitos dos investidores não qualificados no âmbito da comercialização de produtos financeiros pelas instituições bancárias -, temos o gosto de remeter ofício endereçado ao Excelentíssimo Senhor Presidente da Comissão de Orçamento e Finanças, Deputado Filipe Neto Brandão, pela Senhora Presidente do Conselho de Administração da CMVM, Dra. Gabriela Figueiredo Dias, bem como a Nota, que constitui o anexo.

Agradecendo a atenção dispensada, apresentamos os nossos melhores cumprimentos.



MARIA ANTONIETA DE ALMEIDA

Secretária da Presidente

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Rua Laura Alves, 4, 1050-138 LISBOA

Telefone: (+351) 213 177 080

[www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

Ex.mo Senhor  
Deputado Filipe Neto Brandão  
M.I. Presidente da Comissão de Orçamento e Finanças  
Assembleia da República - Palácio de S. Bento  
1249-068 LISBOA

Lisboa, 13 de janeiro de 2021

**Assunto:** **Petição n.º 115/XIV/1.ª** – Solicitam o controlo, revisão e criação de legislação que salvaguarde os direitos dos investidores não qualificados no âmbito da comercialização de produtos financeiros pelas instituições bancárias  
*-V/Ofício N.º 46/COF/2020 – NU 668247, de 18-12-2020*

Senhor Presidente,

Reportando-me à solicitação de V. Exa no ofício acima identificado, tenho o gosto de enviar a Nota da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativa à “**Petição n.º 115/XIV/1.ª** – Solicitam o controlo, revisão e criação de legislação que salvaguarde os direitos dos investidores não qualificados no âmbito da comercialização de produtos financeiros pelas instituições bancárias”, apresentada à Assembleia da República pela ALOPE – Associação de Lesados em Obrigações e Produtos Estruturados.

Ficamos naturalmente ao dispor para qualquer esclarecimento ou informação adicionais que possam mostrar-se úteis ou convenientes.

Com os meus melhores cumprimentos,



Gabriela Figueiredo Dias

**Anexo:** Nota

**NOTA SOBRE A PETIÇÃO N.º 115/XIV/1ª**

**Solicita o controlo, revisão e criação de instrumentos legislativos que salvaguardem os direitos dos investidores não qualificados no momento da comercialização de valores mobiliários e outros produtos regulados pelo sistema financeiro português**

**Índice**

<b>I - INTRODUÇÃO .....</b>	<b>2</b>
<b>II – OBJETO DA PETIÇÃO.....</b>	<b>2</b>
<b>III – INFORMAÇÃO SOBRE OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS E A SITUAÇÃO A QUE SE REPORTA A PETIÇÃO .....</b>	<b>4</b>
III.A – CARACTERIZAÇÃO E UNIVERSO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS A QUE SE REPORTA A PETIÇÃO ...	4
III.B – VICISSITUDES DA PTIF NO CONTEXTO DA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS ENTRE OS GRUPOS PT E OI ..	8
III.C – QUADRO LEGAL E REGULAMENTAR RELATIVO AOS DEVERES DAS ENTIDADES COMERCIALIZADORAS APLICÁVEL À DATA DOS FACTOS.....	12
III.D – COMERCIALIZAÇÃO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS A QUE SE REPORTA A PETIÇÃO.....	16
III.E – PEDIDO DE MEDIAÇÃO APRESENTADO PELA ALOPE.....	19
<b>IV – APRECIÇÃO DAS PROPOSTAS APRESENTADAS NA PETIÇÃO .....</b>	<b>20</b>
IV.A – ALTERAÇÕES RELEVANTES NO QUADRO REGULATÓRIO .....	20
IV.B – INSTITUIÇÃO DA FIGURA JURÍDICA DO PROVEDOR DO INVESTIMENTO .....	26
IV.C – SUBMISSÃO DOS LITÍGIOS RELATIVOS A INSTRUMENTOS FINANCEIROS A ARBITRAGEM NECESSÁRIA	30
IV.D – CRIAÇÃO DE UM CENTRO DE ARBITRAGEM OU TRIBUNAL ARBITRAL ESPECIALIZADO.....	37
IV.E – CRIAÇÃO DE UM TRIBUNAL ARBITRAL <i>AD-HOC</i> PARA APRECIÇÃO DO LITÍGIO ENTRE OS INVESTIDORES EM INSTRUMENTOS FINANCEIROS CUJA ENTIDADE DE REFERÊNCIA É A PORTUGAL TELECOM E OS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS.....	39
<b>V – CONCLUSÕES.....</b>	<b>42</b>
V.I – QUANTO AOS FACTOS A QUE SE REPORTA A PETIÇÃO E AO CONTEXTO ENVOLVENTE.....	42
V.II - QUANTO ÀS MEDIDAS CUJA ADOÇÃO É PROPOSTA PELOS PETICIONÁRIOS .....	44
V.III – LINHAS DE ORIENTAÇÃO DA CMVM NO DOMÍNIO DOS MECANISMOS DE RESOLUÇÃO ALTERNATIVA DE LITÍGIOS .....	49

## I - Introdução

Através de ofício n.º 46 da Comissão de Orçamento e Finanças (COF), datado de 18 de dezembro de 2020, foi solicitado à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que prestasse “a informação considerada pertinente sobre o objeto da (...) *Petição* [n.º 115/XXIV/1.<sup>a</sup>]”, da iniciativa da ALOPE - Associação de Lesados em Obrigações e Produtos Estruturados, que solicita o “*controlo, revisão e criação de instrumentos legislativos que salvaguardem os direitos de investidores não qualificados no momento da comercialização de valores mobiliários ou outros produtos regulados pelo sistema*”.

Na presente Nota, após se enunciar sinteticamente o *Objeto da Petição* (ponto II), apresenta-se a *Informação sobre a Situação a que se Reporta a Petição* (ponto III), a *Apreciação das Propostas Constantes da Petição* (ponto IV) e as principais *Conclusões* sobre a mesma (ponto V).

## II – Objeto da Petição

A Petição em apreço reporta-se à situação dos “*investidores não qualificados*” (que a lei agora denomina “investidores não profissionais”) que adquiriram produtos estruturados que tinham entidades do antigo grupo Portugal Telecom (“grupo PT” ou “PT”)<sup>1</sup> como entidades de referência, em particular um determinado tipo de instrumentos financeiros derivados de crédito designado por *credit linked notes* (CLNs) que tinham a Portugal Telecom International Finance B.V (PTIF) como entidade de referência, e que perderam, em certos casos, uma parte significativa dos

---

<sup>1</sup> A Portugal Telecom SGPS, SA, antiga holding deste grupo, alterou a sua designação para “Pharol SGPS, SA”, em 5 de junho de 2015.

montantes investidos, em virtude do evento de crédito relativo à PTIF (*Bankruptcy Credit Event*) declarado pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) em 1 de julho de 2016.

Face ao sucedido, e no sentido de darem resposta às “*duas questões fundamentais*”<sup>2</sup> que levantam, os Peticionários submetem à Assembleia da República “*a seguinte discussão provocada pela ALOPE*”:

- a) “*Instituição da figura jurídica do Provedor do Investimento*”, ao qual caberia:
- (i) “*desempenha[r] imparcialmente um controlo abstrato do mercado financeiro*”;
  - (ii) “*impor obrigações aos bancos de prestação de determinadas informações aos investidores*”;
  - (iii) “*ace[der] a toda a informação que entender necessária e que esteja ao livre dispor daquela entidade*” (a CMVM);
  - (iv) apreciar queixas dos investidores, que “*espoletaria[m] um processo de investigação sobre a atuação do visado*”;
  - (v) emitir recomendações dirigidas ao queixoso no sentido de este prosseguir ou não os seus intentos.
- b) “*Submeter os litígios relativos a instrumentos financeiros a arbitragem necessária*”, assegurando a “*solução para problemas surgidos entre instituições financeiras e investidores (...) através da consagração de mecanismos de resolução alternativa de litígios, como é o caso da arbitragem*”, sendo que “*esta não pode ser opcional*”;

---

<sup>2</sup> A saber:

“*Uma no plano da prevenção e fiscalização: o investidor de retalho, que não conhece os produtos que lhe estão a ser oferecidos, a quem pode pedir auxílio sem ser àquele que tem como objetivo vender o produto dúbio?*”

“*Outra já num plano de reação: quais são os meios que o investidor de retalho tem ao seu alcance quando não houve observância destas obrigações?*”

- c) *“Criação de um centro de arbitragem ou tribunal arbitral especializado”, com características de celeridade e especialização, “atendendo à especificidade destas matérias”;*
- d) *“Criação de um tribunal arbitral «ad hoc» para apreciação do litígio entre os investidores em instrumentos financeiros cuja entidade de referência é a Portugal Telecom e os Intermediários Financeiros”, porquanto alegam os Peticionários que:*
- (i) foram “vítimas de uma atuação irresponsável do sistema financeiro através das suas entidades bancárias, que lhes venderam produtos financeiros complexos com elevado grau de risco associado, sem transmitir informação suficiente para a tomada de uma decisão esclarecida”;*
  - (ii) “as instituições bancárias nacionais falharam no cumprimento dos deveres de informação que lhe são impostos”;*
  - (iii) “é-lhes extremamente difícil e custoso reivindicar os seus direitos, judicialmente”.*

### **III – Informação sobre os instrumentos financeiros e a situação a que se reporta a Petição**

#### **III.A – Caracterização e universo dos instrumentos financeiros a que se reporta a Petição**

A Petição n.º 115/XIV/1ª reporta-se a um conjunto de instrumentos financeiros que nela são designados como *“derivados complexos que tinham a PTIF como entidade de referência”, “produtos financeiros complexos referentes à antiga PT” ou “instrumentos financeiros cuja entidade de referência é a Portugal Telecom” e “Credit Linked Notes (CLN)”.*

Para maior rigor da delimitação do universo dos instrumentos financeiros em causa, cumpre começar por clarificar que está em causa um conjunto heterogéneo de *Credit Linked Notes* (CLN). Este instrumento de dívida caracteriza-se por as suas condições, quer de pagamento dos respetivos juros ou cupões, quer de amortização ou reembolso de capital estarem dependentes, em termos previamente definidos relativamente a cada emissão, da não ocorrência de determinados eventos de crédito relativamente à dívida emitida por entidade(s) terceira(s) – a(s) entidade(s) de referência.

A verificação de um evento de crédito, como a insolvência, a suspensão de pagamentos ou a reestruturação da dívida da(s) entidade(s) de referência, desencadeia as consequências estabelecidas pelos termos e condições da emissão da CLN em causa, implicando, em regra, perdas para os investidores, de maior ou menor dimensão, em função daqueles mesmos termos e condições, incluindo, por exemplo, a liquidação antecipada das *notes* por um valor de reembolso inferior ao do investimento realizado.

Assim, o serviço da dívida correspondente a CLNs está dependente quer da capacidade financeira do respetivo emitente, quer do risco de crédito da(s) entidade(s) de referência, que, no caso das CLNs em apreço, era a PTIF, nuns casos, exclusivamente, e, noutros, em conjunto com outras entidades.

Efetivamente, entre 2011 e 2014, de acordo com a informação apurada por esta Comissão, diversas entidades (SG Issuer, S.A., Espírito Santo Investment plc, db Investor Solutions plc, Banco Invest, Deutsche Bank AG) emitiram CLNs em que a PTIF era a, ou uma das, entidade(s) de referência e que ainda não tinham atingido a maturidade em 1 de julho de 2016, data em que a ISDA declarou o evento de crédito de insolvência da PTIF.

Nesta data, encontrava-se vivo um conjunto de 30 CLNs com as características anteriormente referidas, cujo valor de emissão totalizava aproximadamente 787

milhões de euros, o qual foi impactado de diversas formas pelo evento de crédito de insolvência da PTIF<sup>3</sup>.

Destas 30 CLNs:

- 14, no valor total de emissão de aproximadamente 200 milhões de euros, originaram perdas imediatas e mais gravosas para os investidores, que variaram entre 79% e 87% do capital investido, com a média das perdas de capital a situar-se em 82%, na medida em que estas CLNs tinham como única Entidade de Referência a PTIF ou, tendo várias Entidades de Referência, eram CLN do tipo *First To Default*, tendo, por isso, sido liquidadas antecipadamente e os investidores recebido o respetivo valor de liquidação, logo que foi possível o seu apuramento<sup>4</sup>, pouco tempo após a data em que foi declarado o evento de crédito relativo à PTIF;
- 6, no valor total de emissão de aproximadamente 159 milhões de euros, originaram também prejuízos imediatos para os investidores, como perda parcial de capital investido e/ou redução da base de cálculo de cupões, sendo, porém, as perdas significativamente menores do que nos casos anteriores, oscilando entre cerca de 10% a 20% do montante investido, já que estas CLNs se encontravam indexadas a um cabaz de diversas entidades de referência,

---

<sup>3</sup> Estes valores não incluem:

1. CLNs que tinham a PTIF como entidade de referência, mas cuja data de maturidade era anterior a 1/7/2016, data em que foi declarado o evento de crédito relativo à PTIF pela ISDA, na medida em que os seus detentores obtiveram o reembolso do capital investido e o pagamento de todos os montantes referentes ao rendimento dessas CLNs;
2. CLNs que tinham a PTIF como entidade de referência, mas que não estavam sujeitas ao Regulamento da CMVM n.º 2/2012, por terem sido colocadas em ofertas particulares dirigidas a menos de 5 investidores, nos termos do artigo 2.º, n.º 1 do referido Regulamento;
3. *Equity Linked Notes*, no valor total de aproximadamente 64 milhões de euros, em que a Portugal Telecom SGPS era uma das entidades de referência, e nas quais não se registaram perdas de capital mas apenas o rendimento do produto foi negativamente afetado por a evolução desfavorável das cotações da Portugal Telecom SGPS ter implicado a não verificação das condições de pagamento dos cupões, a partir de determinadas datas, de acordo com os termos e condições de cada *Note*;
4. Seguros *unit linked* em que os fundos autónomos ligados às apólices detinham produtos em que a PTIF surgia como entidade de referência.

<sup>4</sup> O apuramento deste valor compete, consoante os casos, à entidade emitente ou ao agente de cálculo designado relativamente a cada CLN de acordo com as regras estabelecidas nos termos e condições de cada emissão. A título ilustrativo, as comunicações ao mercado relativas ao apuramento do valor da liquidação de uma das CLNs em causa encontram-se disponíveis em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd180210.pdf> e <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd180211.pdf>



entre as quais estava a PTIF, e apenas a insolvência desta impactou sobre os montantes investidos nas CLNs, que não foram afetadas no *pro rata* correspondente às suas demais entidades de referência;

- 10, no valor total de emissão de aproximadamente 428 milhões de euros, não originaram qualquer perda do capital investido, por se tratarem de CLNs com garantia de capital ou fazerem depender os impactos mais adversos sobre a CLN da verificação de eventos de crédito relativamente a mais do que uma das suas entidades de referência, tendo o impacto do evento de crédito da PTIF resultado apenas na perda total, ou parcial, da remuneração associada ao produto até à respetiva maturidade.

Estes diferentes impactos do evento de crédito relativo à PTIF explicam-se e justificam-se pelas diversas configurações das várias CLNs e dos respetivos termos e condições de emissão, ficando, no entanto, os mesmos sempre a dever-se à verificação do evento de crédito consistente na insolvência da PTIF, enquanto entidade de referência dessas CLNs, como é próprio deste tipo de instrumento financeiro e cujas características, como não podia deixar de ser, constavam, por imposição regulatória, dos documentos informativos e de subscrição, nos termos que adiante melhor se referirão.

O que se encontra de específico ou singular nestes casos é a circunstância de o evento de crédito relativo à PTIF ter sido antecedido por diversas vicissitudes relativas a esta entidade no quadro das operações societárias relativas à combinação de negócios tendente à fusão entre o Grupo PT e a Oi, S.A. (Oi), tal como divulgado ao mercado em 2 de outubro de 2013<sup>5</sup> e que foram sendo gradualmente concretizadas ao longo do tempo, até a Oi e o conjunto das suas subsidiárias integrais terem apresentado, em 20 de junho de 2016, um pedido de recuperação judicial das

---

<sup>5</sup> Vd. <https://web3.cvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR47051.pdf>

empresas do Grupo Oi junto da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro<sup>6</sup>. São essas vicissitudes relativas à PTIF, no referido quadro de operações societárias tendentes à fusão entre os grupos PT e Oi, que se passam a apresentar, para melhor compreensão do contexto em que as CLNs de que os Peticionários eram detentores e que tinham a PTIF com a ou uma das respetivas entidades de referência foram atingidas pela declaração do evento de crédito relativo a esta entidade.

### **III.B – Vicissitudes da PTIF no contexto da combinação de negócios entre os grupos PT e Oi**

Nas datas das emissões das CLN anteriormente referidas<sup>7</sup>, a PTIF, sociedade de direito holandês fundada em 1998, com sede em Amsterdão, era uma subsidiária integral da Portugal Telecom, SGPS, SA (PT), que atuava como entidade financiadora do Grupo PT, captando financiamento nos mercados financeiros, nomeadamente através da emissão de obrigações, que depois canalizava para as diversas empresas do Grupo.

Nesse contexto, em 16 de junho de 2011, a PTIF lançou um programa de emissão de instrumentos financeiros denominado “€7,500,000,000 Euro Medium Term Note Programme”, que incluía um benefício de um “Keep Well Agreement” dado pela Portugal Telecom, SGPS, S.A. e pela PT Comunicações, S.A.<sup>8</sup>.

Em 2 de outubro de 2013, a PT divulgou um comunicado informando o mercado de

---

<sup>6</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR60776.pdf>

<sup>7</sup> Com exceção das emissões de três CLNs de que a PTIF era entidade de referência e que ocorrem após 29 de abril de 2014, data em que a PT subscreveu o aumento de capital da Oi, em concretização do qual a PTIF passou a ser uma subsidiária indireta da Oi, a partir de 5 de maio de 2014.

<sup>8</sup> No dia 7 de novembro de 2006, a Portugal Telecom, SGPS, S.A. e a PT Comunicações, “S.A. celebraram com a PTIF um contrato denominado “Keep Well Agreement”, constando do mesmo, nomeadamente, que caso a PTIF, em qualquer momento, detenha fundos insuficientes, ou quaisquer outros ativos líquidos, para dar cumprimento às suas obrigações (incluindo as que respeitem a quaisquer obrigações de dívida) ou para reembolso de empréstimos na maturidade, ou subsequentemente à maturidade, após notificação da PTIF, a Portugal Telecom, SGPS, S.A. e a PT Comunicações, S.A. obrigar-se-iam a disponibilizar, por si ou através de terceiro, e antes do vencimento de tais obrigações pecuniárias ou reembolsos de empréstimos, fundos suficientes que permitam à PTIF cumprir tais obrigações pecuniárias ou reembolsos de empréstimos, consoante o caso, na totalidade ou à medida em que se forem vencendo.

que nessa data tinha celebrado um “*Memorando de Entendimento*”, que “*define os princípios essenciais para uma proposta de fusão entre a PT, a Oi e as Holdings da Oi*”, nos termos apresentados nesse comunicado e no próprio texto do *Memorando*, também posteriormente divulgado<sup>9</sup>.

No dia 7 de fevereiro de 2014, no âmbito da preparação das operações previstas no “*Memorando de Entendimento*”, a PTIF, através de um documento denominado “*Consent Solicitation Memorandum*”, submeteu à votação dos obrigacionistas a alteração das condições originárias de emissão dos instrumentos financeiros emitidos ao abrigo do “*€7,500,000,000 Euro Medium Term Note Programme*”.

No dia 3 de março de 2014, foram aprovadas as propostas, submetidas à apreciação dos obrigacionistas da PTIF, de modificação das condições originárias da emissão dos instrumentos financeiros emitidos ao abrigo do “*€7,500,000,000 Euro Medium Term Note Programme*”, nos seguintes termos:

- a) Desvinculação da Portugal Telecom, SGPS, S.A. e da PT Comunicações S.A. como *keep well providers* relativamente a todas as obrigações emergentes dos acordos *Keep Well*;
- b) Adição de uma garantia incondicional e irrevogável da Oi, S.A.;
- c) A cessação da aplicabilidade de quaisquer condições de *Default Event* e/ou *Potential Events of Default* previstas nas condições de emissão da dívida da PTIF relacionadas ou espoletadas por ocorrência de aumento de capital na Oi e/ou da evolução da combinação de negócios Oi/PT.

Em 29 de abril de 2014 terminou o prazo de subscrição do aumento de capital da Oi, ao qual a Portugal Telecom, SGPS, S.A, acorreu, através da subscrição em espécie de ações representativas de 37,4% do capital social da Oi<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR47051.pdf> e <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fr47300.pdf>

<sup>10</sup> <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR49862.pdf>

No dia 5 de maio de 2014 a Portugal Telecom, SGPS, S.A., alienou a totalidade das ações representativas do capital social da PTIF para a PT Portugal, SGPS, S.A., que as adquiriu e, conseqüentemente, a PTIF passou a ser detida, total e diretamente pela PT Portugal SGPS, S.A..

Também no dia 5 de maio de 2014, a Portugal Telecom, SGPS, S.A., procedeu, em liquidação em espécie da subscrição do aumento de capital da Oi, à transferência para uma conta de valores mobiliários em nome da Oi, da totalidade das ações representativas do capital social da PT Portugal, SGPS, S.A., que eram por si detidas, e, conseqüentemente, a PTIF passou a ser detida, total e indiretamente (por via da PT Portugal SGPS, S.A.), pela Oi, S.A., na qual, por sua vez, a PT passou a deter a já referida participação de 37,4% no respetivo capital social<sup>11</sup>.

No dia 8 de dezembro de 2014 foi divulgada ao mercado a aprovação, pelo Conselho de Administração da Oi, da alienação das ações da PT Portugal à Altice S.A.<sup>12</sup>.

No dia 22 de janeiro de 2015, os acionistas da Portugal Telecom, SGPS, S.A. deliberaram aprovar a venda da totalidade do capital social da PT Portugal, SGPS, S.A., pela Oi, S.A. à Altice, S.A., nos termos solicitados pela Oi, S.A.<sup>13</sup>.

No dia 2 de junho de 2015, a Oi, S.A., procedeu à alienação da totalidade das ações representativas do capital social da PT Portugal SGPS, S.A., à Altice Portugal, S.A., tendo previamente a PTIF, que era uma subsidiária integral e direta da PT Portugal, SGPS, sido destacada desta sociedade e passado a ser detida, total e diretamente, pela Oi, S.A.<sup>14</sup>.

Em síntese, nesse dia 2 de junho de 2015, foi concluída a venda da PT Portugal pela Oi à Altice e a PTIF, com uma dívida no montante total de EUR 4.9bn (*outstanding*

---

<sup>11</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR50061.pdf>

<sup>12</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR53163.pdf>

<sup>13</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR53656.pdf>

<sup>14</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR56046.pdf> e página 22 do documento disponível em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/CONV54836.pdf>

*amount*), tornou-se uma subsidiária direta da Oi, que era entidade garante de dívida emitida pela PTIF.

Cerca de um ano depois, no dia 20 de junho de 2016, a Oi, S.A., que mantinha o controlo direto e integral da PTIF, apresentou pedido de recuperação judicial junto dos tribunais brasileiros<sup>15</sup>.

No dia 22 de junho de 2016, o *Trustee* da dívida emitida pela PTIF dirigiu comunicação aos obrigacionistas informando-os de que a apresentação de pedido de recuperação judicial da Oi configurava um evento materialmente prejudicial aos interesses dos Titulares e uma Situação de Incumprimento (*Event of Default*) nos termos das emissões de dívida da PTIF.

No dia 1 de julho de 2016, a ISDA decretou a verificação de evento de crédito (*Bankruptcy Credit Event*) na PTIF, entidade de referência das CLN em causa, o que desencadeou as consequências previstas nos termos e condições das respetivas emissões<sup>16</sup>.

Em 16 de julho de 2016, a ISDA, através de uma entidade sua parceira, promoveu um leilão em que um conjunto de 10 intermediários financeiros que operam globalmente apresentaram ofertas de compra e de venda da dívida emitida pela PTIF, nomeadamente para efeitos de determinação do valor dos respetivos *credit default swaps*, tendo sido fixado um preço de 20% do valor nominal daquela dívida, o qual serve, de acordo com as regras da ISDA, como valor de liquidação dos instrumentos financeiros que tenham a PTIF como entidade de referência<sup>17</sup>.

Foram os resultados deste leilão, acrescidos dos custos de desmontagem e encerramento antecipado dos contratos de derivados (v.g., *swaps* de taxa de juro) associados às CLN anteriormente referidas que tinham a PTIF como a, ou uma das,

---

<sup>15</sup> Vd. <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR60776.pdf>

<sup>16</sup> Vd. <https://www.isda.org/a/phiDE/portugal-telecom-credit-event-final.pdf>

<sup>17</sup> Vd. <https://www.creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=PLTMPL-IntFin>

entidade(s) de referência, que determinaram o montante das perdas sofridas pelos respetivos detentores.

Por último, para contextualizar as datas de emissão das 20 CLNs que tinham a PTIF como a ou uma das entidades de referência e nas quais se registaram, em maior ou menor medida, perdas de capital, refira-se que:

- 10, no valor total de aproximadamente 256 milhões de euros, foram emitidas antes de 2 de outubro de 2013, data da celebração do *Memorando de Entendimento* entre a Portugal Telecom, SGPS, S.A. e a Oi,S.A.
- 7, no valor total de aproximadamente 93 milhões de euros, foram emitidos entre de 25 de outubro de 2013 e 29 de abril de 2014, data de conclusão do período de subscrição do aumento de capital da Oi, que determinou a efetivação da combinação do negócio entre a PT e a Oi;
- 3, no valor total de aproximadamente 10 milhões de euros, foram emitidos após 29 de abril de 2014, quando a PTIF já integrava o conjunto de subsidiárias da Oi.

### **III.C – Quadro legal e regulamentar relativo aos deveres das entidades comercializadoras aplicável à data dos factos**

Além do dever de apreciação da adequação da operação em relação ao seu cliente, tendo em vista avaliar se este compreende os riscos envolvidos relativamente ao instrumento financeiro em causa, em função dos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimentos (artigo 314.º do CdVM), relativamente ao regime geral dos deveres de informação do intermediário financeiro perante o investidor, importa referir, em primeiro lugar, os deveres informativos gerais previstos no artigo 312.º do Código dos Valores Mobiliários (CdVM). De acordo com este preceito legal, o intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, incluindo nomeadamente as

respeitantes aos instrumentos financeiros (cfr. alínea d) do n.º 1) e aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar (cfr. alínea e) do n.º 1), os quais se reportam, fundamentalmente, a um momento prévio à realização de qualquer operação de investimento sobre instrumentos financeiros (deveres de informação pré-contratuais)<sup>18</sup>.

O Código dos Valores Mobiliários continha também, à data dos factos, uma norma adicional, no artigo 312.º-E, n.º 2, al. a), entretanto revogada<sup>19</sup>, que dispunha:

*“Artigo 312.º-E*

*Informação relativa aos instrumentos financeiros*

*1 - O intermediário financeiro deve informar os investidores da natureza e dos riscos dos instrumentos financeiros, explicitando, com um grau suficiente de pormenorização, a natureza e os riscos do tipo de instrumento financeiro em causa.*

*2 - A descrição dos riscos deve incluir:*

*a) Os riscos associados ao instrumento financeiro, incluindo uma explicação do impacto do efeito de alavancagem e do risco de perda da totalidade do investimento (...);”*

À data dos factos, estava também em vigor o Regulamento da CMVM n.º 2/2012<sup>20 21</sup>, que impunha aos intermediários financeiros um conjunto de deveres específicos e

---

<sup>18</sup> À data dos factos, o n.º 1, als. d) e e), do artigo 312.º do CdVM dispunha:

*“Artigo 312.º*  
*Deveres de informação*

*1 - O intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efetivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, incluindo nomeadamente as respeitantes:*

*(...)*

*d) Aos instrumentos financeiros e às estratégias de investimento propostas;*

*e) Aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar;*

<sup>19</sup> A revogação desta norma ocorreu enquanto parte das alterações legislativas resultantes da transposição da Diretiva 2014/65/UE (DMIF II) para o Ordenamento Jurídico português, em linha com o esforço de harmonização da legislação europeia referente aos mercados financeiros.

<sup>20</sup> Os artigos 18.º e 20.º do Regulamento da CMVM n.º 8/2018 determinaram a revogação do Regulamento da CMVM n.º 2/2012 e da Instrução da CMVM n.º 3/2013, mantendo-se estes exclusivamente aplicáveis aos produtos financeiros complexos comercializados nos termos do Regulamento da CMVM n.º 2/2012 antes de 1 de janeiro de 2018.

<sup>21</sup> Disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg2012\\_02.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg2012_02.aspx)

acrescidos referentes à comercialização de produtos financeiros complexos (PFCs), entre os quais se incluem as CLN.

O Regulamento obrigava a que na comercialização dos PFCs o intermediário financeiro disponibilizasse ao investidor um documento denominado “*Informações Fundamentais ao Investidor (IFI)*”, no qual constavam necessariamente: alertas gráficos sobre o grau de risco do PFC (art.º 9.º)<sup>22</sup>; advertências específicas ao investidor (artigo 10.º); descrição e principais características do produto (art.º 11.º); fatores de risco (art.º 12.º); cenários e probabilidades (art.º 13.º); encargos (art.º 14.º) e rentabilidade e risco históricos (art.º 15.º)

O Regulamento impunha ainda a existência de dois campos no IFI, que deviam ser manuscritos, assinados e datados com dia e hora pelo investidor, referindo “*Tomei conhecimento das advertências*” e “*Recebi um exemplar deste documento previamente à aquisição*”, ou “*Recebi um exemplar deste documento previamente à transação inicial*”, consoante aplicável.

Por outro lado, o Regulamento n.º2/2012 da CMVM impunha também ao intermediário financeiro a prestação aos detentores de PFCs de informação contínua (art.º 18.º) e, em determinadas situações, a comunicação individual de alterações relevantes sobre os PFCs (art. 19.º).

O artigo 18.º do Regulamento previa que os intermediários financeiros informassem trimestralmente os detentores de PFCs sobre a) o período sobre o qual a informação em causa incidia, b) os preços de mercado ou o valor teórico do produto e c) os fluxos financeiros respeitantes ao instrumento financeiro em causa.

O artigo 19.º impunha que os intermediários financeiros comunicassem à CMVM qualquer alteração dos elementos, características, factos ou pressupostos do PFC,

---

<sup>22</sup> Os documentos com as “Informações Fundamentais aos Investidores” (IFI) relativos às CLNs que tinham a PTIF como entidade de referência e nas quais se registaram as perdas mais gravosas para os investidores continham alertas gráficos de risco a cor vermelha e, em destaque, a menção «*Risco de perder a totalidade do capital investido*». Vd., a título de exemplo, dois desses IFI em <https://web3.cmvm.pt/sdi/pfc/docs/fsd27999.pdf> e <https://web3.cmvm.pt/sdi/pfc/docs/fsd28024.pdf>.



que, por sua vez, teria de informar a entidade comercializadora do produto se a alteração em causa era significativa e devia ser comunicada aos clientes.

Em complemento deste quadro regulatório, no dia 10 de dezembro de 2013, a CMVM e 19 instituições bancárias assinaram um *Protocolo sobre a Comercialização de Produtos Financeiros Complexos*, que entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2014<sup>23</sup>. Ao abrigo deste Protocolo, os bancos signatários comprometem-se a abster-se de comercializar junto de clientes de retalho – fora do âmbito da prestação do serviço de gestão discricionária de carteiras ou de consultoria para investimento – os produtos financeiros complexos:

- Classificáveis com alerta gráfico laranja (risco elevado) ou vermelho (risco muito elevado) e cuja média das taxas de rentabilidade esperadas entre o percentil 20% e 80% seja negativa, com base em simulações elaboradas em conformidade com o previsto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 13.º do Regulamento n.º 2/2012 da CMVM;
- Classificáveis com alerta laranja ou vermelho nos termos do artigo 9.º do Regulamento n.º 2/2012 e cujo rendimento a pagar e/ou do capital a devolver dependa de mais de três mecanismos de entre os constantes de uma lista anexa ao Protocolo, ou outros mecanismos que o banco signatário e a CMVM considerem originadores de elevada complexidade.

São considerados para este efeito clientes de retalho os investidores que sejam classificados como “não qualificados” e detenham em contas individuais ou coletivas, um património financeiro de valor igual ou inferior a 500.000 euros, entendendo-se por património financeiro o conjunto de instrumentos financeiros de que cada um seja titular, não incluindo, conseqüentemente, os depósitos bancários.

Atendendo à data da entrada em vigor do referido Protocolo, apenas 8 emissões das

---

<sup>23</sup> Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/AcordosComOutrasEntidades/Documents/PFC%20Protocolo%20com%20adenda.pdf>

20 CLNs a que se reportam os Peticionários, e em que se registaram perdas de capital, ficaram abrangidas pelo mesmo.

### **III.D – Comercialização dos instrumentos financeiros a que se reporta a Petição**

A CMVM apreciou a conduta dos intermediários financeiros comercializadores das CLNs a que se reporta a Petição, tendo em conta a sua qualificação como PFCs, quer no âmbito das suas funções de supervisão sobre aquelas entidades, quer em sede do tratamento de reclamações apresentadas à CMVM pelos investidores.

A supervisão efetuada a estas entidades permitiu à CMVM concluir que a comercialização destes produtos foi levada a cabo apenas por seis intermediários, alguns dos quais apenas procederam à colocação de montantes reduzidos junto dos seus clientes.

Os procedimentos das entidades comercializadoras das CLNs foram analisados pela CMVM, tendo-se concluído que:

- a)** Houve lugar à entrega de IFIs, previamente à subscrição das CLNs, com informação clara e destacada sobre os principais riscos do produto (risco de perda de capital e de remuneração nula, risco de liquidez, risco de liquidação antecipada por verificação de evento de crédito, com descrição do funcionamento e das consequências da liquidação antecipada da CLN);
- b)** Ocorreu a comunicação periódica da valorização indicativa da CLN no extrato da conta de títulos com aviso sobre natureza da informação e riscos envolvidos;
- c)** Os IFIs das CLN emitidas no início de 2014 continham informação expressa sobre o potencial impacto da operação de fusão entre a Portugal Telecom e a Oi sobre a PTIF;
- d)** Como padrão de atuação geral, as entidades comercializadoras informaram ter periodicamente transmitido aos seus clientes informação complementar sobre a

evolução das cotações indicativas das CLNs em mercado secundário, expressas em percentagem;

**e)** Não foram, no entanto, enviadas, pelas entidades comercializadoras aos investidores, quaisquer comunicações individuais de alterações relevantes, ao abrigo do artigo 19.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, nomeadamente com informação sobre as vicissitudes da PTIF no contexto da combinação de negócios entre os grupos PT e Oi anteriormente referidas.

Assim, não tendo sido detetados incumprimentos dos deveres de informação pré-contratual pelas entidades comercializadoras, a estas foram solicitados esclarecimentos adicionais pela CMVM, no que diz respeito, nomeadamente, ao cumprimento do disposto no artigo 19.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, tendo aquelas entidades comunicado à CMVM os seguintes entendimentos:

**a)** A informação sobre a combinação de negócios PT/Oi, a substituição da PT pela Oi enquanto garante da dívida PTIF e os atos preparatórios da venda da PT Portugal pela Oi à Altice foram amplamente divulgadas através dos canais habituais de difusão de informação relevante ao mercado (bem como pelos *media*), tendo as entidades envolvidas divulgado publicamente informação sobre os mesmos;

**b)** Durante a vida das CLNs e, pelo menos, até à apresentação do pedido de recuperação judicial da Oi junto dos tribunais brasileiros (20.06.2016), não foi recebida pelas entidades comercializadoras, via sistemas de liquidação ou por qualquer outra via, qualquer comunicação ou notificação do Emitente, Trustee ou Agente de Cálculo dirigida aos detentores de CLNs;

**c)** Não foi decretado qualquer evento de crédito relativamente à entidade de referência PTIF previamente ao pedido de recuperação judicial da Oi, ou seja, por não estarem em concreto verificadas, até esse momento, as circunstâncias jurídico-factuais definidas pela ISDA para a declaração de qualquer evento de crédito;

**d)** As entidades comercializadoras realçaram ainda a existência de uma diferença

material, com consequências no plano da informação e dos direitos de que gozam os investidores relevantes, entre a condição de obrigacionista (direto) da PTIF e a condição de detentor de uma CLN (derivado de crédito) que tenha a PTIF como Entidade de Referência, realçando que não sendo os detentores de CLNs obrigacionistas da PTIF, não poderiam, por exemplo, ser, nessa qualidade, chamados a pronunciar-se no âmbito da Solicitação de Consentimento dirigido aos obrigacionistas diretos da PTIF/Oi ou a exercer opções de reembolso antecipado concedidas aos obrigacionistas de um dos empréstimos da PTIF.

Relativamente à verificação do Evento de Crédito na PTIF, declarado pela ISDA em 1 de julho de 2016, as entidades comercializadoras notificaram individualmente os detentores das CLNs sobre Avisos ou Comunicações do respetivo Emitente ou Agente de Cálculo.

Foram, igualmente, enviadas notificações individuais aos detentores das CLNs impactadas relativas às condições da liquidação financeira antecipada das CLNs, com informação de síntese sobre o valor de liquidação a entregar aos investidores, bem como sobre o critério e a metodologia de cálculo utilizada para apuramento do valor de liquidação em conformidade com os termos e condições de cada emissão.

Por sua vez, o universo de reclamações de investidores contra intermediários financeiros tratadas pela CMVM no âmbito da comercialização de CLNs cuja entidade, ou uma das entidades de referência era a PTIF, ascendeu a 170 reclamações.

Verificou-se que:

- a) Em 116 reclamações (68%) os intermediários financeiros não demonstraram ter cumprido todos os seus deveres legais de informação pós-contratual;
- b) 39 reclamações (23%) tiveram um desfecho desfavorável ao reclamante;
- c) 6 reclamações (4%) foram consideradas fora da competência da CMVM;
- d) 6 reclamações (4%) terminaram com um esclarecimento por parte da CMVM;
- e) 2 reclamações (1%) foram alvo de desistência por parte do reclamante;
- f) 1 reclamação (1%) foi atendida pela entidade reclamada.

Em suma, os elementos apurados pela CMVM em sede de supervisão e reclamações levaram a concluir que, em geral, os intermediários financeiros cumpriram os deveres a que estavam sujeitos à data dos factos, exceto o estabelecido no n.º 1 do artigo 19.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, pelo menos quando interpretado em termos mais exigentes (e.g. com redundância face à informação pública respeitante às operações do Grupo PT).

No entanto, no âmbito da análise da factualidade em causa para efeitos de apuramento de eventuais responsabilidades contraordenacionais concluiu-se não se encontrarem reunidos todos os pressupostos legais de que a mesma depende, nomeadamente por, em sede de culpa, se verificar uma falta da consciência da ilicitude não censurável, por parte das entidades comercializadoras, não tendo havido, por isso, lugar à instauração de processos de contraordenação.

### **III.E – Pedido de mediação apresentado pela ALOPE**

Em 11 de janeiro de 2019, a ALOPE requereu à CMVM um procedimento de mediação entre os seus associados investidores não profissionais em CLNs, e 10 intermediários financeiros, nos termos previstos no artigo 33.º do CdVM e artigos 14.º e seguintes do Regulamento da CMVM n.º 2/2016, relativo a Reclamações e Resolução de Conflitos.

No seguimento deste requerimento da ALOPE, a CMVM notificou os intermediários financeiros em causa, solicitando-lhes que comunicassem a esta Comissão se aceitavam participar no respetivo procedimento de mediação.

Em resposta, todos os intermediários financeiros declinaram participar no procedimento de mediação requerido pela ALOPE, sustentando a sua recusa nomeadamente nas seguintes razões:

- Entendem ter cumprido com os deveres a que estavam adstritos na comercialização dos produtos em causa;

- Os clientes indicados pela ALOPE, na generalidade, não apresentaram qualquer reclamação prévia junto do Banco;
- A análise individual das circunstâncias de cada cliente, em detrimento de um procedimento conjunto, é mais adequada ao caso concreto;
- O procedimento não é viável por alguns dos clientes já terem encetado diligências judiciais contra os intermediários financeiros.

Nos termos do n.º 1 do artigo 16º do Regulamento da CMVM n.º 2/2016: “A CMVM disponibiliza um procedimento de mediação voluntária de conflitos patrimoniais entre investidores não qualificados e entidades sujeitas à sua supervisão, emergentes de relações que envolvem instrumentos financeiros”.

Assim, dado que o procedimento de mediação em causa é voluntário, a recusa dos intermediários financeiros em nele participarem não permitiu que o mesmo tivesse lugar, circunstância de que a ALOPE foi informada pela CMVM em 16 de maio de 2019.

#### **IV – Apreciação das propostas apresentadas na Petição**

##### **IV.A – Alterações relevantes no quadro regulatório**

Desde a data em que ocorreram os factos que motivam a Petição em apreço, foram introduzidas alterações legislativas e regulamentares substanciais no que se refere à prestação de informação aos investidores, bem como quanto às políticas de produção (emissão) e distribuição de instrumentos financeiros que os intermediários financeiros devem adotar, que não podem deixar de ser tidas em conta na apreciação das propostas apresentadas na Petição.

Sobre este ponto, não pode também deixar de ser tido em consideração o facto de que parte substancial do complexo de deveres conexos com aquelas matérias está fixado em regulamentação europeia, verificando-se a crescente opção do legislador

Europeu pela forma de Regulamentos em vez de Diretivas, o que implica uma menor ou mesmo muito reduzida margem de conformação do legislador nacional para criar regimes específicos e diferenciados sobre estas matérias.

Assim, e no que se refere à prestação de informação, verifica-se que os intermediários financeiros estão sujeitos ao cumprimento do disposto no Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs) (“Regulamento PRIIPs”) – categoria que absorveu praticamente a totalidade dos anteriores produtos financeiros complexos (sujeitos ao disposto no Regulamento da CMVM n.º 2/2012 e com o qual a jurisdição portuguesa tinha inovado ao nível da União Europeia). Este diploma regulamenta a informação essencial que deve ser prestada sobre produtos financeiros, normalizando o modo de apresentação dessa informação, com vista assegurar que o investidor tem consciência do risco assumido com a respetiva aquisição.

Acresce que o Regulamento PRIIPs é complementado pelos seguintes diplomas, que regulamentam em detalhe diversos aspetos que dele decorrem, nomeadamente:

- Regulamento Delegado (UE) 2017/653 da Comissão, de 8 de março de 2017, que estabelece normas técnicas de regulamentação no que diz respeito à apresentação, ao conteúdo, ao reexame e à revisão dos documentos de informação fundamental relativos aos PRIIPs, bem como às condições para o cumprimento do requisito de fornecer esses documentos aos investidores;
- Regime jurídico dos pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros, constante do Anexo II da Lei 35/2018, de 20 de julho, que assegura a execução do Regulamento PRIIPs no ordenamento jurídico português; e

- Regulamento da CMVM n.º 8/2018, que estabelece os deveres informativos e de comercialização relativos a PRIIPs<sup>24</sup>.

Para além de normas de parametrização da prestação de informação sobre instrumentos financeiros, decorrentes do Regulamento PRIIPs e legislação conexas, a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), impõe o cumprimento pelos intermediários financeiros de um vasto conjunto de outros deveres de informação.

A DMIF foi transposta para o ordenamento jurídico português, pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, que introduziu alterações profundas no CdVM, consagrando o regime legal de governo de produtos, segundo o qual os intermediários financeiros devem dispor de políticas e procedimentos internos de aprovação de produção e distribuição de instrumentos financeiros, previstos nos artigos 309.º-I e seguintes do CdVM.

De acordo com o disposto nos referidos artigos, os intermediários financeiros devem, no contexto da emissão e distribuição de instrumentos financeiros, ter em conta os segmentos de mercado alvo dos produtos produzidos (emitidos) ou distribuídos e a adequação dos produtos quanto a esses segmentos. Para esse efeito, devem, nos termos do artigo 309.º-J do CdVM, estabelecer políticas e procedimentos internos de aprovação de instrumentos financeiros que devem assegurar, para além da adequação destes últimos aos investidores clientes, (i) a prevenção de conflitos de interesses, (ii) a análise dos potenciais riscos de perdas para os clientes, (iii) a satisfação das necessidades, características e objetivos do mercado-alvo identificado (incluindo o perfil de risco/remuneração do produto e a respetiva estrutura de custos do produto).

No caso de o emitente do instrumento financeiro ser um terceiro e o intermediário

---

<sup>24</sup> Este Regulamento revogou o anterior Regulamento n.º 2/2012, relativo aos PFCs.



financeiro apenas o distribuidor, deve igualmente, nos termos do artigo 309.º-K do CdVM, fazer os referidos juízos de adequação do produto ao segmento de mercado alvo, bem como obter do emitente toda a informação necessária para compreender e conhecer os produtos a distribuir.

O CdVM prevê também no artigo 309.º-L deveres de monitorização dos instrumentos financeiros produzidos ou distribuídos, que obrigam a que o intermediário financeiro acompanhe a evolução do instrumento financeiro, ao longo do seu ciclo de vida, no sentido de confirmar se os supra mencionados juízos de adequação se mantêm vigentes, bem como identificar acontecimentos relevantes que possam afetar o risco potencial ou as expectativas de rendibilidade do instrumento financeiro, incluindo sobre a solvência de alguns emitentes cujos valores mobiliários ou garantias possam afetar o desempenho do instrumento financeiro. Sempre que ocorram aqueles acontecimentos relevantes, o intermediário financeiro deve tomar medidas adequadas, como por exemplo:

- i) Prestar quaisquer informações relevantes sobre o acontecimento e as suas consequências para o instrumento financeiro aos clientes ou ao intermediário financeiro que distribui o instrumento financeiro, caso o intermediário financeiro não distribua diretamente o instrumento financeiro junto de clientes;
- ii) Alterar o procedimento de aprovação de instrumentos financeiros;
- iii) Suspender novas emissões do instrumento financeiro;
- iv) Alterar o instrumento financeiro para evitar cláusulas contratuais abusivas;
- v) Analisar se os canais de distribuição dos instrumentos financeiros são adequados sempre que o intermediário financeiro tome conhecimento de que o instrumento financeiro não esteja a ser distribuído como previsto;
- vi) Contactar o intermediário financeiro que distribui o instrumento financeiro a fim de avaliar uma eventual alteração do processo de distribuição;
- vii) Cessar a relação com o intermediário financeiro que distribui o instrumento financeiro; ou
- viii) Informar a autoridade competente relevante.

Por outro lado, o artigo 309.º-M do CdVM impõe mecanismos de governação interna, nomeadamente a obrigação de o intermediário financeiro assegurar que (i) o respetivo sistema de controlo interno supervisiona o desenvolvimento e analisa periodicamente a política e procedimentos de aprovação da produção e distribuição de instrumentos financeiros, a fim de detetar eventuais riscos de incumprimento e (ii) os respetivos colaboradores possuem os conhecimentos técnicos necessários para compreender as características e os riscos dos instrumentos financeiros que produzem ou pretendem distribuir e os serviços prestados. Para além disso, o CdVM determina que o órgão de administração do intermediário financeiro deve ter o controlo efetivo das políticas e procedimentos de aprovação da produção ou distribuição de instrumentos financeiros.

Por último, o artigo 309.º-N do CdVM regulamenta as relações entre os intermediários financeiros produtores (emitentes) de instrumentos financeiros e os intermediários financeiros encarregues da distribuição destes últimos.

Para além das referidas disposições do CdVM, que transpõem a DMIF, esta última é também complementada pelo Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, que completa a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida diretiva.

Para além dos deveres de informação que a regulamentação europeia e nacional impõe aos intermediários financeiros, assinala-se também que, de modo a proteger os investidores, a CMVM já fez uso dos poderes que lhe são atribuídos pela Lei, no sentido de limitar ou restringir a comercialização de instrumentos financeiros que, pelas suas características, são inadequados a investidores não profissionais, como é o caso do Regulamento da CMVM n.º 5/2019 que restringe a comercialização, distribuição e venda de contratos diferenciais e proíbe a comercialização, distribuição e venda de opções binárias em Portugal a investidores não profissionais.

Numa outra vertente, cabe ainda dar nota de que, igualmente após a ocorrência dos eventos que estão subjacentes à apresentação desta Petição, a CMVM aprovou o Regulamento n.º 2/2016<sup>25</sup>, dedicado às reclamações e resolução de conflitos, que revogou o Regulamento da CMVM n.º 23/2000, reestruturando os respetivos procedimentos no sentido de tornar mais efetiva a sua missão de proteção do investidor, *maxime*, através do aprofundamento e da melhoria da eficácia e tempestividade do serviço de tratamento de reclamações, conforme adiante se detalhará.

Em suma, por referência à data em que ocorreram os factos a que se reporta a Petição, o quadro regulatório atualmente vigente consagra um vasto acervo de normas que muito reforçam a proteção dos investidores não profissionais e que certamente muito teria contribuído para diminuir ou eliminar aquelas perdas, desde logo por a nova legislação consagrar regras muito mais exigentes quanto à respetiva emissão e comercialização, bem como quanto ao acesso a esse tipo de produtos financeiros.

Ora, é este referente de base que tem atualmente de se considerar quando se trata de apreciar as propostas constantes da Petição, não sendo claro que o mesmo nesta tenha sido considerado. Pelo contrário, a Petição parece reportar-se a um quadro regulatório pretérito e ultrapassado, ignorando a evolução legislativa e regulamentar entretanto ocorridas e que se espera que venham a contribuir para uma redução dos litígios entre os investidores e as entidades comercializadoras.

---

<sup>25</sup> Alterado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2019.

#### **IV.B – Instituição da figura jurídica do Provedor do Investimento**

Pelos fundamentos que adiante se expõem, a CMVM não pode acompanhar o propósito de criação de uma entidade, que os Peticionários denominam como “Provedor do Investimento”, dotada de competências para:

- (i) *“desempenha[r] imparcialmente um controlo abstrato do mercado financeiro”;*
- (ii) *“impor obrigações aos bancos de prestação de determinadas informações aos investidores”;*
- (iii) *“ace[der] a toda a informação que entender necessária e que esteja ao livre dispor daquela entidade” (a CMVM);*
- (iv) apreciar queixas dos investidores, que *“espoletaria[m] um processo de investigação sobre a atuação do visado”;*
- (v) emitir recomendações dirigidas ao queixoso no sentido de este prosseguir ou não os seus intentos.”

Esta proposta levanta dificuldades ao nível do enquadramento normativo da figura proposta, já que, pelas competências que lhe são apontadas, suscitam-se fundadas dúvidas quanto à sua natureza jurídica.

Desde logo, a designação que os Peticionários utilizam, “Provedor do Investimento”, remete para uma categoria de órgãos com um perfil de atribuições e competências em múltiplos aspetos absolutamente díspares daquelas que são apontadas na Petição, de que é paradigmático o Provedor de Justiça, órgão previsto no artigo 23.º da Constituição, com uma configuração jurídico-constitucional de independência, de designação parlamentar e cuja função assenta na apreciação, sem poder decisório, de queixas dos cidadãos<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> A este propósito, embora num plano distinto, podem igualmente referir-se o provedor do ouvinte e o provedor do telespetador, órgãos previstos na Lei n.º 8/2007, de 14 de fevereiro, e que, nos termos do artigo 35.º dos Estatutos da Radio e Televisão de Portugal, SA, não têm poder decisório e gozam de independência na sua ação, sendo de salientar que se trata de órgãos internos da própria empresa, e não de uma entidade externa à mesma.

Ora, a CMVM é, nos termos do artigo 3.º da Lei Quadro das Entidades Reguladoras – aprovada pela Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto<sup>27</sup> –, uma pessoa coletiva de direito público, com a natureza de entidade administrativa independente que, nos termos do n.º 2 artigo 4.º dos seus Estatutos<sup>28</sup>, tem por atribuições, designadamente:

- “a) Regular e supervisionar os mercados de instrumentos financeiros, promovendo a proteção dos investidores;*
- b) Assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção do risco sistémico;*
- c) Contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros;*
- d) Prestar informação e apoio aos investidores não qualificados.”*

Pelo que a eventual criação de um novo órgão com o espectro de funções referido pelos Peticionários acarretaria uma intolerável intromissão na esfera de atribuições e competências de regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros e das entidades que neles atuam, e de proteção dos investidores, legalmente cometida à CMVM, que teria por intuito ou, pelo menos, consequência, afrontar o campo de atuação e a independência desta Comissão, que contam com o respaldo da Constituição, no artigo 267.º, n.º 3.

Para além das dificuldades de partida antes identificadas, que se consideram insuperáveis, do texto da Petição não se retiram quaisquer elementos quanto à forma como os Peticionários perspetivariam que o Provedor do Investimento pudesse *“impor aos bancos a prestação de determinadas informações aos investidores”*, já que, como anteriormente mencionado, órgãos com essa natureza não têm, por definição,

---

<sup>27</sup> Diploma alterado pela Lei n.º 12/2017, de 2 de maio e pela Lei n.º 71/2018, de 31 de dezembro.

<sup>28</sup> Aprovados pelo Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro, na redação dada pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro.

poderes de decisão nem podem constranger as entidades que são objeto da sua ação a uma concreta atuação.

A menos que o Provedor do Investimento fosse configurado como uma outra autoridade de supervisão, atribuindo-se-lhe as propostas funções de “*controlo abstrato do mercado financeiro*” e de “*fiscalização abstrata*”, o que não é admissível.

A capacidade de persuasão, assente no prestígio, mérito e independência reconhecidos aos titulares dos órgãos com funções de provedoria, constituem um fator chave da eficácia da sua ação, dimensões que não é possível perspetivar na proposta apresentada.

Realça-se, ademais, que a temática dos mercados e instrumentos financeiros goza de um denso quadro regulatório, harmonizado ao nível da União Europeia no âmbito da DMIF II e do Regulamento PRIIP’s e todos os Regulamentos Europeus que concretizam uma e outro, mormente no que concerne à imposição de deveres de informação aos intermediários financeiros, o que sempre limitaria e condicionaria a margem de atuação que, em abstrato, pudesse pretender-se reservar a um órgão com as características preconizadas.

Acresce que um órgão com o tipo de competências antes referidas sempre estaria impedido de se pronunciar através da emissão de “*uma recomendaç[ão] dada e devidamente fundamentada ao queixoso, no sentido de prosseguir ou não os seus intentos*”, atividade que conferiria ao preconizado Provedor do Investidor características de órgão de aconselhamento dos investidores, função que, relativamente a certos aspetos, bem se compreende que seja levada a efeito pelas associações de investidores, mas não quadra com a natureza pública do órgão que aqui estaria em causa.

Na verdade, ao exercer funções de aconselhamento e consultoria dos próprios investidores, ao invés de projetar as suas recomendações diretamente nos próprios intermediários financeiros, em ordem a contribuir para a correção da situação resultante da prática do ato ilegal ou injusto que tivesse dado origem à queixa

apresentada ou à reparação do dano por este causado, o órgão em questão afastar-se-ia do perfil de “provedor”, não se posicionando tão-pouco como um elemento imparcial e favorecedor da resolução alternativa de litígios. Tanto assim que a propósito da proposta de criação de um centro de arbitragem ou tribunal arbitral especializado, os Peticionários afirmam que: *“como partes no processo teríamos sempre o investidor (queixoso), o intermediário financeiro e o Provedor do Investimento.»*.

Noutra perspetiva, acresce ainda mencionar que a instituição de um órgão dotado do espectro de competências apontado, independentemente do juízo que se teça sobre a adequação das mesmas, sempre requereria a mobilização de avultados recursos humanos, tecnológicos e financeiros, o que acentuaria a redundância que aportaria ao modelo vigente de proteção dos investidores, sem qualquer contributo em termos de ganhos efetivos nessa proteção.

Uma tal medida redundaria, necessariamente, na duplicação de recursos humanos e tecnológicos adstritos à função, face àqueles de que a CMVM dispõe, sem qualquer garantia de que esta sobreposição conduzisse a um aumento de eficácia na resolução de conflitos entre investidores e intermediários financeiros e, conseqüentemente, ao reforço efetivo de proteção dos investidores.

Pelo exposto, entende-se que a criação de um Provedor do Investimento não traria qualquer benefício efetivo aos destinatários da sua ação, antes uma duplicação de entidades com competências que, ainda que parcialmente, se sobreporiam – como seria o caso do *“controlo abstrato do mercado financeiro”* e da *“impo[sição de] obrigações aos bancos de prestação de determinadas informações aos investidores em relação a determinados produtos”*, face às atribuições e competências de supervisão e de proteção dos investidores da CMVM.

Sob o ponto de vista da relação entre o órgão preconizado e a CMVM, mais se refere na Petição que, no plano do controlo abstrato, as funções da CMVM *“são preponderantes, pelo que têm de ser respeitadas e acatadas, [ . . . ], porém a sua*

*atuação e as suas decisões, por iniciativa do investidor, poderão ser, em certos casos, tomadas tendo em conta a posição deste Provedor do Investimento”.*

*E o texto prossegue com a afirmação de que “[a]inda quanto à articulação desta figura jurídica com a CMVM, seria fundamental consagrar determinados poderes que possibilitem a este Provedor do Investimento o acesso a toda a informação que entender necessária e que esteja ao livre dispor daquela entidade.”.*

Os aspetos antes referidos mostram-se em flagrante e frontal desrespeito pelo princípio estruturante da independência, que a Lei Quadro das Entidades Reguladoras no art.º 3.º confere à CMVM, com expressão nos planos orgânico, funcional e técnico, pelo que se rejeitam liminarmente.

Face aos traços que são apresentados, o Provedor do Investimento exerceria funções de natureza pública, patentes na capacidade de impor comportamentos com caráter geral, e simultaneamente de aconselhamento concreto quanto ao modo de salvaguardar os interesses específicos dos investidores queixosos, mescla de funções que, para além dos conflitos de interesses que potenciaria, encerraria uma contradição insanável.

O Provedor do Investimento não seria, sequer, erigido como um elemento dinamizador da resolução alternativa de litígios pelo que, também por sob este prisma, a CMVM não pode acompanhar a proposta para a sua criação.

#### **IV.C – Submissão dos litígios relativos a instrumentos financeiros a arbitragem necessária**

A proposta dos Peticionários, de sujeição dos litígios relativos a instrumentos financeiros a arbitragem necessária com caráter geral, pelas reservas que suscita e que de seguidamente se dão conta, não merece acolhimento por parte da CMVM.



A CMVM mantém o entendimento, já anteriormente expresso a propósito da Petição n.º 224/XIII – 2.<sup>a</sup><sup>29</sup>, de que a natureza voluntária dos mecanismos de resolução alternativa de litígios no setor financeiro deve ser preservada, pelo menos em regra, constituindo o princípio de autonomia das partes pressuposto essencial à salvaguarda do direito dos intervenientes neste setor de escolher entre o acesso aos tribunais judiciais ou a mecanismos de resolução alternativa de litígios.

Para sua cabal apreensão é relevante dar nota dos mecanismos de que os investidores não qualificados têm atualmente ao seu dispor.

A CMVM procede desde praticamente a sua fundação ao tratamento de reclamações apresentadas por investidores não qualificados, tendo, a partir de 2016, com a aprovação do novo Regulamento n.º 2/2016<sup>30</sup>, relativo a *Reclamações e Resolução de Conflitos*, reestruturado os respetivos procedimentos no sentido de os dotar de uma maior eficácia.

Para tanto, a CMVM dispõe de procedimentos e de canais de apoio ao investidor, encarregues de (i) atender e gerir reclamações e queixas dos investidores relativas ao funcionamento do mercado e dos seus agentes, submetendo a sua resolução às entidades reclamadas e, nos casos de insucesso desta diligência, promovendo a resolução extrajudicial dos litígios através do encaminhamento para uma das vias legalmente disponíveis, nomeadamente, os processos de mediação ou de arbitragem voluntária, e de (ii) analisar aprofundadamente as reclamações e queixas dos investidores que não sejam objeto de resolução imediata, mediação ou arbitragem e que careçam de análise complementar e/ou da realização de diligências adicionais junto dos intermediários financeiros.

---

<sup>29</sup> Vd. Parecer da CMVM, de 2 de fevereiro de 2017, sobre a “*Petição 224/XIII, 2.ª – Solicitam a criação de normas com vista à proteção de investidores não qualificados*”, apresentada à Assembleia da República pela ALBOA – Associação de Lesados do Banif / Santander Totta, na qual era igualmente proposta a “*submissão automática dos bancos à resolução alternativa de litígios*”.

<sup>30</sup> Disponível em

[https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg\\_2\\_2016\\_vconsolidada.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2_2016_vconsolidada.aspx).

O Regulamento n.º 2/2016 da CMVM revogou o anterior Regulamento n.º 23/2000, que versava apenas sobre a mediação voluntária de conflitos.

No que concerne ao serviço de tratamento de reclamações que disponibiliza, cabe assinalar que, no ano de 2019, do universo de reclamações em que, no entendimento da CMVM, o investidor teria razão na sua pretensão, 84% foram atendidas pelas entidades reclamadas, o que representou um acréscimo significativo face ao resultado alcançado em 2018, em que aquele grupo de reclamações se situou nos 36%. Por seu turno, no 1.º semestre de 2020, as reclamações atendidas pelas entidades reclamadas atingiram os 100%, no caso de não considerarmos as reclamações cuja entidade reclamada se encontrava insolvente e, portanto, condicionada na sua disponibilidade para atender as pretensões dos investidores<sup>31</sup>. Estes elementos constituem a evidência do incremento da eficácia da ação da CMVM em matéria de proteção dos investidores, na vertente do tratamento das reclamações.

Acresce mencionar que, desde o início da vigência do CdVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, a CMVM promove um serviço de mediação voluntária de conflitos. Este serviço, regulado nos artigos 33.º e 34.º do CdVM e, atualmente, também no Regulamento da CMVM n.º 2/2016, caracteriza-se por envolver partes entre as quais existe um desnível acentuado de ciência e experiência, visando-se a resolução de conflitos patrimoniais entre investidores não qualificados e entidades sujeitas à supervisão da CMVM, emergentes de relações que envolvem instrumentos financeiros (cf. art.º 14.º, n.º 1, do Regulamento n.º 2/2016).

No tocante ao procedimento de mediação, a CMVM intervém no mesmo como intermediária e facilitadora, disponibilizando todos os serviços de apoio e uma lista de mediadores selecionados, divulgados no seu site<sup>32</sup>, de entre os quais as partes podem indicar o seu pretendido. Este procedimento tem por objetivo a busca de um acordo

---

<sup>31</sup> Em 2018, a CMVM deu início à publicação Relatórios periódicos relativos à atividade de tratamento de reclamações e resultados alcançados neste domínio, documentos que disponibilizam informação detalhada a respeito do tema e que podem ser consultados em:

[https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/rel\\_reclamacoes/Pages/list\\_rclm.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/rel_reclamacoes/Pages/list_rclm.aspx?pg)

<sup>32</sup> Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Reclamacoes/Mediacao/Pages/Lista-de-mediadores.aspx>

entre os interessados mediante o auxílio de um terceiro imparcial, num procedimento caracterizado pela celeridade e informalidade das diligências e dos procedimentos.

No que respeita à mediação, a Lei n.º 29/2013, de 19 de abril, consagra no seu artigo 4.º o princípio da voluntariedade como elemento essencial deste procedimento, ao exigir a obtenção do consentimento esclarecido e informado das partes para a sua realização e ao atribuir-lhes a faculdade de, em qualquer momento, conjunta ou unilateralmente, revogar o seu consentimento para participar no mesmo. A responsabilidade pelas decisões tomadas no decurso do procedimento de mediação é pois das partes, como também se encontra previsto no referido preceito.

Tal como já mencionado, o princípio da voluntariedade é também estruturante do sistema de mediação de conflitos previsto nos artigos 33.º e 34.º do CdVM, cuja organização este Código comete à CMVM.

Ciente de importância da mediação como meio de resolução alternativa de litígios, por um lado, e da reduzida utilização que os investidores não profissionais e os intermediários financeiros têm feito do sistema de mediação disponibilizado pela CMVM, esta Comissão, com o propósito de dinamizar a adoção do mesmo, tem em fase muito avançada um exercício de reflexão que visa a identificação de medidas que tornem mais atrativa e incentivem a adesão voluntária das entidades supervisionadas ao procedimento de mediação, ciente de que esse constituirá um fator crítico de maior recurso à mediação.

Esta análise tem levado em conta diversas experiências europeias na matéria, em particular diversas regras consagradas no Sistema Arbitral de Consumo vigente em Espanha<sup>33</sup>, e, a nível nacional, as regras que regulam os mecanismos de resolução extrajudicial de litígios de consumo, com o intuito de as generalizar – com a necessária adaptação ao domínio da mediação –, e visa a adoção de medidas que permitam tornar mais frequente e efetivo o recurso ao serviço de mediação

---

<sup>33</sup> Constante do Real Decreto n.º 231/2008, de 15 de fevereiro.

disponibilizado pela CMVM, com salvaguarda do princípio da voluntariedade que o caracteriza, o que se antecipa que poderá passar pela adesão das entidades supervisionadas, mediante a assunção de compromisso unilateral prévio de aceitação voluntária em integrar processos de mediação que os investidores solicitem, à luz de um determinado modelo de convenção de mediação.

Consigne-se que a preponderância que a CMVM coloca no desenvolvimento de mecanismos de resolução alternativa de litígios de natureza voluntária é extensiva ao domínio da arbitragem, tendo presentes os princípios constitucionais que reservam o exercício de funções jurisdicionais aos tribunais, à luz dos quais a modulação de um mecanismo de arbitragem necessária se mostra especialmente condicionada e até inadequada, pelo menos além de certos limites, nomeadamente quanto ao valor das causas.

Sendo claro que a CMVM não pode, em qualquer circunstância, desempenhar funções de tribunal arbitral<sup>34</sup>, tem-se presente, por outro lado, que a Lei da Arbitragem Voluntária, aprovada pela Lei n.º 63/2011, de 14 de dezembro, admite a arbitragem necessária<sup>35</sup>. Mas, na medida em que a constitucionalidade da arbitragem necessária passa pela exigência de consagração, em termos amplos, do direito de recurso da decisão arbitral (necessária) para os tribunais estaduais – salvo, porventura, quanto a causas de muito reduzido valor -, torna-se nítido que a proposta apresentada pelos

---

<sup>34</sup> Como refere CARLOS LOPES DO REGO, em “Garantia da via judiciária, arbitragem necessária, direito ao recurso e patrocínio judiciário: questões recentes na jurisprudência constitucional” in *Julgar*, n.º 26, 2016, p. 83: “Por outro lado, implica também esta fundamental garantia [da via judiciária] dos cidadãos que os interessados têm o direito de ver solucionados por um verdadeiro **tribunal** — órgão jurisdicional dotado das garantias de **independência e imparcialidade** — os litígios incidentes sobre direitos privados, os quais não podem ser obrigatoriamente sujeitos a entidades administrativas, desprovidas daquelas fundamentais características, ou a uma qualquer comissão arbitral cujo processo de designação não assegure plenamente a independência e imparcialidade dos membros que a integram.

Mostra-se, pois, assegurada, por via deste princípio garantístico, a possibilidade de acesso ao processo como forma de tutela jurisdicional efectiva de quaisquer situações juridicamente protegidas — **o que constitui impedimento a que a tarefa de composição dos litígios de direito privado possa ser cometida pelo direito infraconstitucional a quaisquer entidades de natureza administrativa, insusceptíveis de se configurarem, do ponto de vista constitucional, como verdadeiros tribunais, por desprovidas das características essenciais da independência e da imparcialidade que caracterizam o núcleo essencial do exercício da função jurisdicional.**”

<sup>35</sup> Tal é o que decorre do artigo 1.º, n.º 1, dessa Lei, que prevê o seguinte: “[d]esde que por lei especial não esteja submetido **exclusivamente** aos tribunais do Estado ou a **arbitragem necessária**, qualquer litígio respeitante a interesses de natureza patrimonial pode ser cometido pelas partes, mediante convenção de arbitragem, à decisão de árbitros” (sublinhado nosso).

Peticionários não logra plenamente os objetivos pretendidos: nem a celeridade nem a especialização associadas à arbitragem voluntária (na qual é admissível a irrecorribilidade da decisão arbitral) têm a mesma expressão e intensidade no domínio da arbitragem necessária<sup>36</sup>.

Nesta linha, regista-se que a arbitragem necessária que se encontrava consagrada, relativamente aos *“litígios emergentes da invocação de direitos de propriedade industrial, incluindo procedimentos cautelares, relacionados com medicamentos de referência (...) e medicamentos genéricos”*, no artigo 2.º da Lei n.º 62/2011, de 12 de dezembro, quanto à qual o Tribunal Constitucional não se pronunciou pela inconstitucionalidade, atendendo ao amplo direito de recurso da decisão arbitral para o Tribunal da Relação estabelecido no artigo 3.º, n.º 7<sup>37</sup>, da mesma Lei, foi abandonada e substituída pela previsão da possibilidade de sujeição desses litígios exclusivamente a arbitragem voluntária, através da nova redação dada àquele preceito pelo Decreto-Lei n.º 110/2018, de 10 de dezembro.

As especiais exigências e limitações de ordem constitucional acima enunciadas, levam pois a CMVM a discordar que, nesta fase e sem que sejam devidamente exploradas todas as virtualidades dos meios de resolução alternativa de litígios de natureza voluntária, que devem ser sempre privilegiados, seja ponderada a instituição de uma via de arbitragem necessária de carácter geral, a cuja jurisdição se sujeitassem investidores não profissionais e intermediários financeiros para a composição de quaisquer litígios que os oponham, tendo por base a prestação, por estes àqueles, de serviços de investimento e de serviços auxiliares destes.

---

<sup>36</sup> Recorde-se que a arbitragem necessária no caso do Tribunal Arbitral do Desporto, criado pela Lei n.º 74/2013, motivou duas decisões do Tribunal Constitucional: a do Acórdão n.º 230/2013 (que determinou que as normas que atribuíam natureza definitiva às decisões arbitrais violavam o direito de acesso aos tribunais, na medida em que delas resultava a irrecorribilidade para os tribunais do Estado das decisões do Tribunal Arbitral do Desporto preferidas no âmbito da sua jurisdição arbitral necessária) e a do Acórdão n.º 781/2013 (que declarou a inconstitucionalidade, com força obrigatória geral, da nova formulação do regime de recurso das decisões do Tribunal Arbitral do Desporto, dado o reduzido âmbito do regime de recurso em causa).

<sup>37</sup> Cf. Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 123/2015, de 12 de fevereiro de 2015, disponível em: <https://dre.pt/home/-/dre/69727454/details/maximized>

Ainda assim, não deixa de se referir que, nos termos do n.º 2 do artigo 14.º da Lei n.º 24/96, de 31 de julho (Lei de Defesa do Consumidor), os investidores, enquanto consumidores de serviços de investimento e dos respetivos serviços auxiliares, têm já atualmente ao seu dispor a faculdade de submeter os conflitos de consumo de reduzido valor económico (até €5 mil), a arbitragem necessária ou mediação de tribunal arbitral adstrito aos centros de arbitragem de conflitos de consumo legalmente autorizados<sup>38</sup>.

Trata-se de um regime de arbitragem necessária unilateral, na perspetiva do prestador de serviços, e de arbitragem voluntária, na perspetiva do consumidor, a que este tem o direito potestativo de lançar mão, de que há igualmente experiências no âmbito do sistema financeiro<sup>39</sup>, que, na generalidade dos casos, têm como denominador comum o reduzido montante dos litígios que lhe são submetidos.

Acresce que esta faculdade de recurso à arbitragem necessária ou mediação no quadro da Lei de Defesa do Consumidor é muito recente, já que resulta da alteração dada ao mencionado diploma pela Lei n.º 63/2019, de 16 de agosto, sendo prematuro pretender introduzir desenvolvimentos ou aprofundamentos numa medida que não atingiu ainda o necessário grau de maturidade na sua aplicação e sem que antes possa ter lugar uma avaliação cabal do seu impacto, rejeitando-se, por conseguinte, que neste domínio possa ter lugar uma qualquer alteração legislativa de cariz avulso no sentido proposto pelos Peticionários.

É, pois, à luz das virtualidades da sujeição dos mecanismos de resolução alternativa de litígios ao princípio da voluntariedade e, simultaneamente, de preocupações de natureza constitucional que a opção pela arbitragem necessária encerra, e atendendo ainda à recente consagração do regime de arbitragem necessária relativamente aos

---

<sup>38</sup> Com efeito, estabelece o referido preceito: “[o]s conflitos de consumo de reduzido valor económico estão sujeitos a arbitragem necessária ou mediação quando, por opção expressa dos consumidores, sejam submetidos à apreciação de tribunal arbitral adstrito aos centros de arbitragem de conflitos de consumo legalmente autorizados”.

<sup>39</sup> Tal é o caso dos regimes jurídicos dos intermediários de crédito, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 81-C/2017, de 7 de julho, e dos serviços de pagamento e da moeda eletrónica, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 91/2018, de 12 de novembro.

litígios de consumo de reduzido valor – que aproveita aos investidores enquanto consumidores de serviços de investimento e seus respectivos serviços auxiliares<sup>40</sup> - que a CMVM não acompanha a proposta de instituição de um mecanismo de arbitragem necessária com caráter geral, como proposto.

#### **IV.D – Criação de um centro de arbitragem ou tribunal arbitral especializado**

A CMVM acompanha os objetivos da proteção dos investidores não profissionais perante os prestadores de serviços financeiros, mediante a institucionalização de estruturas que permitam a aproximação das partes e a pacificação e extinção de conflitos, num contexto de celeridade e informalidade, especialização, segurança e eficácia, e de custos reduzidos, desta forma contribuindo para a substituição de uma cultura de confronto por uma cultura de comunicação favorecedora da pacificação social e da resolução de conflitos.

Tanto assim é que, conforme já referido, a CMVM disponibiliza serviços de mediação e, mais recentemente, a par do serviço em causa, a CMVM promove e difunde junto dos investidores e entidades supervisionadas a arbitragem voluntária, como meio para a resolução extra judicial de conflitos.

Contudo, a CMVM não se revê e discorda da proposta dos Peticionários de, no atual estágio de desenvolvimento da arbitragem no âmbito dos mercados financeiros, ter lugar a instituição de um tribunal arbitral especializado.

A criação de um tribunal arbitral institucionalizado não parece adequada, quer em decorrência da inadequação da arbitragem necessária *tout court* relativamente aos litígios que tenham por objeto a prestação de serviços de investimento e seus serviços

---

<sup>40</sup> O reduzido valor dos litígios em causa não elimina o âmbito de aplicação do regime da arbitragem necessária estabelecido na Lei de Defesa do Consumidor a muitos casos que podem opor o investidor e o intermediário financeiro. Questões como as respeitantes, por exemplo, à cobrança de comissões e à aplicação de preçários ou à prestação de informação ficarão muitas vezes abrangidas pela alçada da arbitragem necessária.



auxiliares – sendo certo que nem esta implica a constituição de um tribunal arbitral institucionalizado -, quer em virtude dos encargos e custos que a criação de um tribunal institucionalizado implica, em termos de recursos humanos, físicos (instalações) e tecnológicos.

Neste domínio, a via mais acertada parece ser a dos centros de arbitragem especializados, ainda que se veja vantagem na sua não proliferação, sob a égide dos quais se possam designar os árbitros ou constituir os tribunais arbitrais que se revelem necessários, em função das solicitações concretas.

A este propósito, cumpre recordar que, no domínio do mercado dos instrumentos financeiros, existe já um centro de arbitragem constituído – o Centro de Arbitragem Voluntária Institucionalizada do Instituto de Valores Mobiliários (doravante “CA-IVM”)<sup>41</sup> –, com âmbito nacional e altamente especializado e apto a proporcionar uma justiça rápida, tal como os Peticionários reclamam e é a todos os títulos desejável.

Contudo, este Centro, que foi criado em 1999 com o objetivo de promover, com caráter especializado, a resolução de litígios relacionados, direta ou indiretamente, com valores mobiliários e outras áreas dos mercados financeiros, não tem tido adesão por parte dos investidores e dos agentes do mercado, não tendo, até à data, proferido qualquer decisão arbitral.

Assim, antes de se avançar para a criação de outros centros de arbitragem voluntária com o mesmo âmbito de intervenção, parece curial identificar os constrangimentos que terão obstado à atuação efetiva daquele Centro, no sentido de os remover e o revitalizar e evitar o risco de proliferação de centros de arbitragem com atividade nula ou muito reduzida.

---

<sup>41</sup> O Instituto de Valores Mobiliários funciona junto da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e conta com a CMVM como um dos seus fundadores e associado, tendo o respetivo centro de arbitragem sido autorizado pelo Despacho n.º 11 339/99, de 27 de maio de 1999 (publicado no Diário da República, 2.ª série, de 14 de junho de 1999).



A este propósito, não pode deixar de se destacar a matéria relativa ao financiamento desses Centros – que não é sequer referida pelos Peticionários –, pois suscitam-se dificuldades em conciliar o objetivo de criação de uma alternativa que não onere de modo significativo os investidores com a necessidade de remunerar os árbitros em termos que assegurem que existam profissionais competentes e conhecedores para exercerem essa função. Por um lado, as custas a serem suportadas pelas partes devem ser atrativas, para que não sejam um impedimento ao recurso à arbitragem de conflitos. Por outro lado, porém, afigura-se difícil manter um serviço de arbitragem com montantes baixos de retribuição dos árbitros, pela dificuldade em encontrar quem queira integrar estes tribunais nessas condições.

Por estas razões, sem que primeiramente se acautele, pelo menos, a questão que acaba de se referir – e que a Petição não endereça –, na perspetiva da CMVM, não se afigura existir vantagem na proliferação de centros dedicados a arbitragem institucionalizada, a funcionarem na resolução de litígios da mesma natureza, sem que esteja demonstrado que a dimensão do recurso pelos agentes que atuam neste âmbito a essas soluções de arbitragem justifique tal necessidade.

#### **IV.E – Criação de um tribunal arbitral *ad-hoc* para apreciação do litígio entre os investidores em instrumentos financeiros cuja entidade de referência é a Portugal Telecom e os intermediários financeiros**

A pretensão dos Peticionários, de que seja criado um tribunal arbitral *ad-hoc* para apreciação do litígio entre os investidores em CLN cuja entidade de referência é a PTIF e os intermediários financeiros que comercializaram tais instrumentos financeiros, suscita as maiores reservas.

Desde logo, a afirmação feita na Petição de que a criação do aludido tribunal *ad-hoc* visa permitir um julgamento de que resulte uma “solução equitativa”, leva a inferir que será intenção dos Peticionários que o aludido tribunal arbitral *ad hoc* julgue segundo

a equidade, cenário que levanta dificuldades.

Assim sendo, haveria que ter presente que, ao optar-se pelo julgamento segundo a equidade, da decisão proferida estaria vedada a possibilidade de interposição de recurso para os tribunais judiciais, conforme prescreve o n.º 4 do artigo 39.º da Lei da Arbitragem Voluntária<sup>42</sup>.

Mais complexa não poderia, contudo, deixar de ser a determinação da (ou das) parte(s) contrária(s) e a incontornável necessidade de impor a esta(s), entidades de direito privado, o ónus de ser parte num processo arbitral, com todos os constrangimentos que uma medida desta natureza acarretaria no plano da sua conformidade com o direito constituído, e a previsível litigância que emergiria da sua adoção, muito provavelmente até ao nível da jurisdição constitucional.

Com efeito, se os Peticionários pretendem submeter a este proposto tribunal arbitral *ad hoc* o litígio que referem opô-los às entidades comercializadoras das CLNs, com carácter necessário e, para mais, de acordo com a equidade, tal proposta levanta grandes dúvidas e reservas quanto à sua constitucionalidade, pelas razões anteriormente referidas a propósito da arbitragem necessária, em geral.

Por outro lado, face a uma proposta com este impacto poder-se-ia ser levado a supor que os investidores não qualificados representados pela ALOPE, não tiveram acesso aos tribunais, por força de alguma falha do sistema judicial.

Tal não é o caso, como resulta patente em diversa jurisprudência <sup>43</sup>, que atesta que,

---

<sup>42</sup> Lei n.º 63/2011, de 14 de dezembro.

<sup>43</sup> É o caso dos Acórdãos n.º 14027/17.0T8LSB.LI-6, de 24 de outubro de 2019, e s n.º 13895/17.0T8LSB.L1-7, de 5 de novembro de 2019, ambos do Tribunal da Relação de Lisboa, disponíveis em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt)

Em ambos os processos estavam em causa ações declarativas em que era pedida a título principal, a anulação dos negócios subjacentes, por erro, e condenação dos R. à devolução do valor aplicado ainda não reembolsado, acrescido de juros.

No caso do Acórdão n.º 14027/17.0T8LSB.LI-6 o Tribunal considerou que “I - Na pendência da execução de um contrato de depósito e registo de instrumentos financeiros, de «depósito de simples custódia», o intermediário financeiro não está obrigado a comunicar ao cliente, ora autor, qualquer alteração na cotação, seja de valorização, desvalorização, ou eventos que a pudessem determinar, dos títulos de que seja depositário, quando apenas traduzem a materialização de um risco próprio do produto financeiro subscrito, por força do disposto no artigo 312.º C, n.º 1 do C.V.M. (...)”.

Por seu turno, no Acórdão n.º 13895/17.0T8LSB.L1-7, o Tribunal considerou que “I – O ónus probatório respeitante à violação pelo Banco R., enquanto intermediário financeiro, dos seus deveres de informação para com o A./cliente, incumbe a este na medida em que constitui o fundamento da ação; II – O que estabelece o art 304-A do C.V.M. (...) é uma presunção de culpa

relativamente a este mesmo diferendo que opõe diversos investidores não profissionais e intermediários financeiros que comercializaram CLNs cuja entidade de referência era a PTIF, não se verificou uma circunstância, de carácter geral e abstrato, impeditiva do acesso dos investidores não profissionais ao sistema judiciário, e que pudesse ser apelidada de falha do sistema de justiça. As dificuldades apontadas quanto a esse acesso pelos Peticionários, porventura legítimas, não serão diferentes daquelas que podem ser invocadas pelos mais diversos cidadãos e empresas atuando nos mais variados sectores de atividade, sem que isso justifique a instituição de soluções jurisdicionais específicas e casuísticas.

Outra dimensão cuja ponderação se reputa relevante no contexto da apreciação da proposta da ALOPE, é o que se prende com o prazo de prescrição dos direitos dos associados dos Peticionários, estabelecido no n.º 2 do artigo 324.º do CVM, norma que dispõe que:

*“Salvo dolo ou culpa grave, a responsabilidade do intermediário financeiro por negócio em que haja intervindo nessa qualidade prescreve decorridos dois anos a partir da data em que o cliente tenha conhecimento da conclusão do negócio e dos respetivos termos.”.*

Ora, relativamente a este aspeto importa ter presente que as subscrições e aquisições dos instrumentos financeiros atingidos pelo evento de crédito que está na origem do diferendo em questão, ocorreram em 2014 ou em anos anteriores.

Pelo que, exceto se se apurasse a ocorrência de dolo ou culpa grave, sempre haveria de se considerar o risco de os direitos dos investidores que os Peticionários vêm invocar se encontrarem atualmente prescritos, conforme jurisprudência constante do Acórdão da Relação de Lisboa n.º 13895/17.0T8LSB.L1-7<sup>44</sup>.

---

*desse intermediário financeiro quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação, o que não dispensa a prova, pelo lesado, da ilicitude correspondente ao cumprimento dos deveres legais ou contratuais; III – Não se provando a ilicitude da conduta, inexistente responsabilidade civil.”.*

<sup>44</sup> Pode ler-se neste Acórdão que “no quadro factual descrito, sempre o direito do A. haveria de considerar-se prescrito, tendo

Finalmente, invocando os Peticionários que lhes é “*extramente difícil e custoso reivindicar os seus direitos judicialmente*”, regista-se que a Petição é omissa relativamente ao tema do financiamento do proposto tribunal arbitral *ad hoc*, relativamente ao qual valem igualmente as considerações tecidas sobre este tema, em relação à proposta de criação de um Tribunal Arbitral ou de um Centro de Arbitragem.

Em suma, não parece adequada a criação, de um modo casuístico, de um tribunal arbitral *ad hoc*, tendo em vista apreciar litígios cujos factos remontam há mais de seis anos, sem prejuízo da conveniência em se aprofundar a análise e darem passos concretos no sentido de reforçar a institucionalização e o recurso efetivo aos meios de resolução alternativa dos litígios do domínio dos mercados financeiros, tal como a CMVM tem vindo a fazer e continua a fazer, dentro dos limites das suas competências.

## **V – Conclusões**

### **V.I – Quanto aos factos a que se reporta a Petição e ao contexto envolvente**

Na sequência do evento de crédito de insolvência da PTIF (uma subsidiária integral da PT, e posteriormente da OI), declarado em 1 de julho de 2016 pela ISDA, no contexto de diversas vicissitudes que envolveram aquela entidade, no desenrolar do processo da combinação de negócios entre a PT e a OI, os detentores de CLNs que tinham a PTIF como a, ou uma das, entidade(s) de referência, sofreram perdas, que:

a) em 14 produtos rondaram os 82% do capital investido, b) em 6 produtos oscilaram

---

*em conta que a compra do produto financeiro [uma CLN de que a PTIF era entidade de referência] ocorreu em Abril de 2014 e a presente ação foi apenas instaurada em Junho de 2017”. Com efeito, não se apurando o dolo ou a culpa grave do R., tem plena aplicação o n.º 2 do art. 324 do C.V.M., como se entendeu na sentença.” Acórdão disponível em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt)*

entre cerca de 10% a 20% do montante investido e c) em 10 produtos não originaram qualquer perda do capital investido, mas apenas da remuneração associada ao produto.

As CLNs em causa foram subscritas entre 2011 e 2014. Durante esse período, bem como na posterior data do evento de crédito da PTIF, as entidades comercializadoras estavam sujeitas a um conjunto de deveres, nomeadamente respeitantes à avaliação da adequação das operações ao perfil de investimento do cliente e de prestação de informação ao investidor, nos termos da versão então vigente do Código dos Valores Mobiliários e, também, do Regulamento da CMVM n.º 2/2012.

O Regulamento da CMVM n.º 2/2012 – relativo à comercialização de produtos financeiros complexos, entre os quais se incluem as CLNs - impunha, entre outros deveres, que as entidades comercializadoras apresentassem aos investidores um documento com informações fundamentais sobre o produto (IFI), com formato e conteúdo essencial definidos. Esse documento assinalava, relativamente a todas as CLNs mais gravosamente impactadas pelo evento de crédito da PTIF, que se tratava de um produto de alto risco (classificado com alerta gráfico vermelho, ou seja, de risco muito elevado) e com expressa indicação da possibilidade de perda da totalidade do capital, tendo os investidores de assinar o IFI e escrever pelo seu próprio punho os seguintes textos: a) *“Tomei conhecimento das advertências”* e b) *“Recebi um exemplar deste documento previamente à aquisição”*.

A CMVM, quer no exercício das suas funções de supervisão, quer no âmbito do tratamento das reclamações em que apreciou a conduta das entidades comercializadoras, concluiu pelo cumprimento dos deveres de conduta a que estas entidades se encontravam vinculadas no âmbito pré-contratual, e que, as mesmas, não demonstraram perante a CMVM ter cumprido de forma escrupulosa o dever de informação pós-contratual, quando interpretado de uma forma ampla e mais exigente. Não obstante, a análise da matéria na perspetiva do apuramento de eventuais responsabilidades contraordenacionais, não permitiu a instauração de processos de

contraordenação, na medida em que se concluiu não estarem reunidos todos os pressupostos de que a lei faz depender aquela responsabilidade, nomeadamente por, em sede de culpa, se verificar uma falta da consciência da ilicitude não censurável, por parte das entidades comercializadoras.

## **V.II - Quanto às medidas cuja adoção é proposta pelos Peticionários**

A Petição parece reportar-se exclusivamente ao quadro regulatório substantivo contemporâneo dos factos que originaram as perdas que os Peticionários invocam, que já se encontra desatualizado, e não toma em consideração que, desde então, foi adotada múltipla legislação e regulamentação que reforçou significativamente a proteção dos investidores não profissionais, no quadro da DMIF II e do Regulamento dos PRIIPs, nomeadamente por consagrar regras muito mais exigentes quanto à emissão e comercialização de instrumentos financeiros em geral, bem como quanto ao acesso a produtos financeiros do tipo daqueles que foram subscritos pelos Peticionários, entre os anos de 2011 e 2014.

Parte substancial do complexo de deveres das entidades emitentes e distribuidoras deste tipo de instrumentos financeiros encontra-se hoje fixado em regulamentação europeia, o que implica uma muito reduzida margem de conformação do legislador nacional para criar regimes específicos e diferenciados sobre as matérias por eles abrangidas, sendo, no entanto, expectável que aquela regulamentação dê um contributo significativo para evitar ou, pelo menos, reduzir as situações de conflitualidade como aquelas que estão subjacentes à presente Petição.

A CMVM considera que as medidas cuja adoção é preconizada pelos Peticionários não se mostram aptas a satisfazer o propósito, que igualmente prossegue, de aumento da eficácia da proteção dos investidores não profissionais, pelo que, apesar de considerar desejável o reforço dos mecanismos de resolução alternativa dos litígios, não pode acompanhar os termos em que este é formulado nas propostas

apresentadas na Petição, pelos motivos detalhados nos pontos que antecedem, e cuja síntese se apresenta se seguida:

**a) Criação do Provedor do Investimento**

O proposto Provedor do Investimento é configurado como um órgão com funções de “*controlo abstrato do mercado financeiro*” e de “*imposição de obrigações de prestação de informação aos investidores*”, como se de uma autoridade de supervisão se tratasse, com capacidade para emitir ordens dirigidas aos intermediários financeiros, bem como com funções de aconselhamento quanto ao modo de salvaguardar os interesses concretos dos investidores não profissionais, que deveria ter acesso a toda a informação da CMVM de que necessitasse e cujas posições, em determinadas situações, poderiam constituir um elemento condicionador das decisões desta Comissão.

A criação de um órgão com os mencionadas funções e competências implicaria uma sobreposição com funções e competências legalmente cometidas à CMVM e afrontaria o princípio da independência desta Comissão, sem que evidencie apresentar valor acrescentado no reforço da proteção dos investidores.

A que acresce que, um órgão dotado de tal espetro de competências, sempre requereria a mobilização de avultados recursos humanos, tecnológicos e financeiros o que agravaria a redundância e a ausência de valor que poderia aportar em matéria de proteção dos investidores, até porque os conflitos de interesses e as contradições intrínsecas ao modelo seriam impeditivas de que o Provedor do Investidor se posicionasse como um elemento imparcial e facilitador da pretendida resolução alternativa de litígios.

**b) Submissão dos litígios relativos a instrumentos financeiros a arbitragem necessária**

A proposta de submissão dos litígios relativos a instrumentos financeiros a arbitragem necessária com carácter geral, que os Peticionários alegam constituir o modo de acautelar e garantir a celeridade da composição dos litígios que opõem investidores não profissionais a intermediários financeiros e a especialização dos tribunais que os apreciam e decidem, contrariamente ao que afirma, tem reduzida virtualidade de satisfazer tais objetivos, apresentados como determinantes da proposta.

Com efeito, a salvaguarda da constitucionalidade da arbitragem necessária passa pela exigência de consagração ampla do direito ao recurso da decisão arbitral (necessária) para os tribunais judiciais, pelo que a instituição de um mecanismo de arbitragem necessária com carácter geral não permitiria assegurar a plena satisfação dos objetivos referidos, de celeridade e especialidade, os quais são sim associados à arbitragem voluntária, na qual é admissível a irrecorribilidade da decisão arbitral.

Por outro lado, a arbitragem necessária *tout court*, para que os Peticionários apontam, não permite o pleno aproveitamento das virtualidades dos mecanismos de resolução alternativa de litígios erigidos à luz do princípio da voluntariedade, que deverá ser privilegiado, sem prejuízo de, dentro de certos limites, se poder equacionar a sua derrogação.

A CMVM mantém o entendimento, já anteriormente expresso, de que deve ser preservada, em regra e salvo exceções bem delimitadas, a natureza voluntária dos mecanismos de resolução alternativa de litígios no setor financeiro, constituindo o princípio de autonomia das partes pressuposto essencial à salvaguarda do direito dos intervenientes neste setor de escolher entre o acesso aos tribunais judiciais ou a mecanismos de resolução alternativa de litígios.

É neste contexto que se assinala a recente consagração, em 2019, na Lei de Defesa do Consumidor, do regime de arbitragem necessária aplicável aos litígios de consumo de reduzido valor (até €5 mil), que aproveita aos investidores enquanto consumidores de serviços de investimento e seus respetivos serviços auxiliares, e que se traduz na atribuição ao consumidor de um direito potestativo a submeter o seu litígio a



arbitragem necessária ou mediação de tribunal arbitral adstrito aos centros de arbitragem de conflitos de consumo legalmente autorizados.

Trata-se, portanto, de um regime de arbitragem necessária unilateral, na perspetiva do prestador de serviços, e de arbitragem voluntária, na perspetiva do consumidor, ao qual este tem o direito potestativo de lançar mão, de que há igualmente experiências no âmbito do sistema financeiro, que, na generalidade dos casos, têm como denominador comum o reduzido montante dos litígios que lhe são submetidos.

Neste momento, a CMVM tem já em fase muito avançada uma reflexão que tem vindo a conduzir no sentido da identificação de medidas de reforço do recurso aos mecanismos de resolução alternativa dos litígios e da sua eficácia no âmbito do mercado de capitais, que tem presentes as virtualidades do regime anteriormente indicado, mas também os limites dos seu âmbito de aplicação.

### **c) Criação de um centro de arbitragem ou tribunal arbitral especializado**

A CMVM não se revê e discorda da proposta dos Peticionários de, no atual estágio de desenvolvimento da arbitragem no âmbito dos mercados financeiros, ter lugar a instituição de um tribunal arbitral especializado, quer em decorrência da inadequação da arbitragem necessária, com carácter geral, relativamente aos litígios que tenham por objeto a prestação de serviços de investimento e seus serviços auxiliares, quer em virtude dos encargos e custos que a criação de um tribunal institucionalizado implica, em termos de recursos humanos, físicos (instalações) e tecnológicos.

A via mais acertada parece ser a dos centros de arbitragem especializados – sem que isso implique, no entanto, a sua multiplicação ou proliferação –, sob a égide dos quais se possam designar os árbitros ou constituir os tribunais arbitrais que se revelem necessários, em função das solicitações concretas, e cujo sistema de financiamento concilie o duplo objetivo de não onerar de modo significativo os investidores, de modo a não desincentivar o recurso à arbitragem, com a necessidade de remunerar os

árbitros em termos que assegurem que existam profissionais competentes e conhecedores para exercerem essa função.

Na área dos instrumentos e mercados financeiros, há a assinalar a existência do Centro de Arbitragem do Instituto dos Valores Mobiliários, de âmbito nacional, que, todavia, não tem tido adesão por parte dos investidores e dos agentes do mercado.

Antes da adoção de qualquer iniciativa neste domínio deverão, pois, prioritariamente, ser identificados os constrangimentos que terão obstado à atuação efetiva do mencionado Centro de Arbitragem, no sentido de evitar que possam ser replicados e evitar o risco de criação de múltiplos centros de arbitragem especializada no domínio dos mercados de capitais com atividade nula ou muito reduzida.

**d) Criação de um tribunal arbitral ad-hoc para apreciação do litígio entre os investidores em instrumentos financeiros cuja entidade de referência é a Portugal Telecom e os intermediários financeiros**

A CMVM não considera adequada a criação, de um modo casuístico, de um tribunal arbitral *ad hoc*, tendo em vista apreciar litígios cujos factos remontam há mais de seis anos - as subscrições e aquisições dos instrumentos financeiros atingidos pelo evento de crédito que está na origem do diferendo em questão, ocorreram em 2014 ou em anos anteriores.

A adoção de uma tal proposta implicaria que, com carácter de surpresa e com carácter *ex post*, fosse imposta a entidades de direito privado a sujeição a um processo arbitral necessário, o que levaria a previsível litigância, muito provavelmente até ao nível da jurisdição constitucional, sobretudo quando se tem em conta que, de acordo o com entendimento já sufragado por jurisprudência dos tribunais, nos casos em apreço existe o risco de a *responsabilidade do intermediário financeiro por negócio em que haja intervindo nessa qualidade* poder ser considerada já prescrita.

### **V.III – Linhas de orientação da CMVM no domínio dos mecanismos de resolução alternativa de litígios**

A CMVM acompanha os objetivos da proteção dos investidores não profissionais perante os prestadores de serviços financeiros, mediante a institucionalização de estruturas que permitam a aproximação das partes e a pacificação e extinção de conflitos, num contexto de celeridade e informalidade, especialização, segurança e eficácia, e de custos reduzidos, de promoção de uma cultura de comunicação favorecedora da pacificação social e da resolução de conflitos.

Neste sentido, a CMVM disponibiliza, praticamente desde a sua fundação, mecanismos de proteção e de resolução de litígios dos investidores não profissionais, *maxime* o procedimento de tratamento de reclamações, que, em especial desde 2016, tem sido paulatinamente reestruturado, reforçado e objeto de melhorias contínuas no sentido de o dotar crescentemente de uma maior eficácia, a qual está patente no facto de, no ano de 2019, do universo de reclamações em que, no entendimento da CMVM, o investidor teria razão na sua pretensão, 84% terem sido atendidas pelas entidades reclamadas, percentagem que, no 1.º semestre de 2020, subiu para 100%, caso excluamos as reclamações apresentadas contra entidades reclamadas insolventes.

Merece também destaque o procedimento de mediação, que tem como elemento essencial e caracterizador o princípio da voluntariedade, ao exigir a obtenção do consentimento esclarecido e informado das partes para a sua realização, e em que a CMVM atua como intermediária e facilitadora, disponibilizando todos os serviços de apoio e uma lista de mediadores selecionados, de entre os quais as partes podem indicar o seu pretendido.

Ciente de importância dos meios alternativos de resolução de litígios, em particular a mediação e a arbitragem, por um lado, e da reduzida utilização que os investidores não profissionais e os intermediários financeiros deles têm feito, designadamente do sistema de mediação disponibilizado pela CMVM, esta Comissão tem em fase muito avançada um exercício de reflexão no sentido de identificar mecanismos e medidas

para reforçar a institucionalização e o recurso efetivo aos meios de resolução alternativa dos litígios no domínio dos mercados financeiros, em ordem à prossecução da sua missão, de promover a proteção dos investidores.

A CMVM considera que a institucionalização de um mecanismo para resolução extrajudicial de conflitos relacionados com a prestação de serviços de investimento e de gestão de organismos de investimento coletivo, amplamente participado pelas entidades financeiras habilitadas, não só reforçaria significativamente o nível de confiança e de proteção dos investidores particulares como contribuiria também para a melhoria da qualidade dos serviços prestados pelas entidades financeiras supervisionadas pela CMVM.

Uma reflexão conjunta, com investidores e prestadores de serviços, poderá recomendar que esse mecanismo assuma a natureza de mediação, de arbitragem ou uma natureza mista, admitindo-se que possa ser circunscrito a litígios que não excedam determinado montante monetário, em linha com a solução preconizada na Lei da Defesa do Consumidor.