

**ESTUDOS EM HOMENAGEM
AO PROF. DOUTOR
SÉRVULO CORREIA**

VOLUME III

V	Págs.
Direito Civil	
<i>Adelaide Menezes Leitão</i> , O reforço da tutela da propriedade intelectual na economia digital através de acções de responsabilidade civil	9
<i>Ana Filipa Morais Antunes</i> , Algumas questões sobre prescrição e caducidade	35
<i>Jorge Duarte Pinheiro</i> , A relação entre avós e netos	73
<i>José Alberto Vieira</i> , A nova obrigatoriedade de registar, o seu impacto sobre a aquisição de direitos reais sobre coisas imóveis e a segurança no comércio jurídico imobiliário	93
<i>Luís Manuel Teles de Menezes Leitão</i> , A responsabilidade civil das entidades reguladoras	113
<i>Margarida Silva Pereira/Rui Soares Pereira</i> , Memória e Presente de Direito da Família. Dos novos sujeitos da dogmática jusfamiliar	123
<i>Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde</i> , Causalidade e imputação objectiva na teoria da responsabilidade civil. A sobreposição das concepções normativas.....	181
VI	
Direito do Trabalho	
<i>Pedro Romano Martinez</i> , Trabalho e direitos fundamentais — Compatibilização entre a segurança no emprego e a liberdade empresarial	241
VII	
Direito Comercial	
<i>Dário Moura Vicente</i> , Segredo comercial e acesso à informação administrativa.....	289
<i>João Paulo F. Remédio Marques</i> , O direito de patentes, o sistema regulatório de aprovação, o direito da concorrência e o acesso aos medicamentos genéricos.....	299
<i>J. Oliveira Ascensão/Luís Silva Morais</i> , A fixação dos preços dos medicamentos genéricos — Questões de Direito Industrial e Direito da Concorrência	389
<i>Manuel A. Carneiro da Frada</i> , Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras	453
<i>Manuel Januário da Costa Gomes</i> , Garantias bancárias no Código dos Contratos Públicos — Breves notas.....	505
<i>Miguel Brito Bastos</i> , A recusa lícita da prestação pelo garante na garantia autónoma "on first demand"	525

	Págs.
<i>Paulo Câmara</i> , O Sistema de Indemnização de Investidores: Vocação típica e âmbito de cobertura	557

VIII

Direito da Economia e do Consumo

<i>António Menezes Cordeiro</i> , A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial de 2007/2010	577
<i>José Luís da Cruz Vilaça</i> , Selectividade e afectação da concorrência em matéria de auxílios do estado — uma perspectiva pessoal sobre desenvolvimentos recentes de problema antigo	601
<i>Miguel Gorjão-Henriques</i> , O conceito de concentração de empresas no direito da concorrência: nótulas teórico-práticas	621
<i>Paula Vaz Freire</i> , O reforço da análise económica na avaliação da compatibilidade dos auxílios estatais com o mercado comum	661
<i>Pedro Infante Mota</i> , O sistema de resolução de litígios da OMC: os casos da não violação e as queixas de situação	681

IX

Direito Internacional Privado

<i>Luís de Lima Pinheiro</i> , Algumas reflexões sobre a codificação portuguesa do Direito Internacional Privado.....	743
---	-----

X

Direito Processual Civil

<i>José Lebre de Freitas</i> , Data da citação postal quando não conste do aviso de recepção o dia em que ele foi assinado.....	771
<i>Luís Vasconcelos Abreu</i> , Nótula sobre a inconstitucionalidade do n.º 4 do art. 7.º do Dec.-Lei n.º 185/93, de 22 de Maio (intervenção dos organismos de segurança social nos processos de adopção).....	789
<i>Paula Costa e Silva/João de Oliveira Geraldes</i> , A Concordata de 2004 e o novo artigo 1626.º do Código Civil	795
<i>Rita Lobo Xavier</i> , Transacção judicial e Processo Civil	817
<i>Rui Pinto</i> , Gestão processual, tribunais de competência específica, competência em razão da forma e oralidade: quatro reflexões avulsas diante a Lei n.º 52/2008, de 23 de Agosto	837

DIREITO CIVIL

O SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO DE INVESTIDORES: VOCAÇÃO TÍPICA E ÂMBITO DE COBERTURA

PAULO CÂMARA (*)

Sumário: 1. Antecedentes. 2. A matriz comunitária. 3. Limites endógenos à conformação legislativa do Sistema de Indemnização dos Investidores; em especial, a estrutura coactiva de financiamento do Sistema. 4. A transposição da Directiva para o Direito interno. 5. As Limitações ao Âmbito de Cobertura; A Vocação Prudencial do Sistema. 6. As Alterações Promovidas pelo DL n.º 162/2009, de 20 de Julho. 7. A Extensão Geográfica do Âmbito de Cobertura do Sistema a Operações Realizadas no Estrangeiro. 8. Aplicação Temporal às Modificações do Âmbito do SII; Inadmissibilidade da sua Aplicação Retroactiva. 9. A inconstitucionalidade do alargamento do âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores.

1. ANTECEDENTES

I — A adequada compreensão do regime actual do Sistema de Indemnização dos Investidores (SII) obriga a uma curta contextualização histórica. Os antecedentes do mecanismo de compensação de investidores em vigor situam-se no Código do Mercado de Valores Mobiliários (CdMVM), de 1991, o qual consagrava um dever, a cargo das associações de bolsa, de criação e manutenção de um fundo de garantia destinado a assegurar o cumprimento das obrigações dos membros das bolsas perante os seus clientes ⁽¹⁾.

O âmbito deste fundo era exclusivamente relacionado com deveres dos intermediários no contexto de operações de bolsa. Segundo o art. 264.º CdMVM, tal fundo era *destinado a assegurar o cumprimento das obrigações e responsabilidades em que os seus associados membros incorrem perante os respectivos clientes em virtude das operações que são incumbidos de realizar na bolsa a que se encontram adstritos*.

(*) Docente universitário, Mestre em Direito (Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa) e Advogado (Sérvulo & Associados — Sociedade de Advogados RL) [pc@servulo.com].

(1) Cfr. arts. 264.º-290.º CdMVM (1991).

II — Em coerência com a delimitação legal da vocação do elenco legal de actos cobertos pelo fundo compreendia, em essência, à luz do art. 266.º CdMVM, os seguintes actos praticados pelos corretores:

- Falta de entrega, quando devida, de valores mobiliários objecto de operações de bolsa;
- Falta de restituição, quando devida, de montantes entregues para a realização de operações de bolsa ou de montantes devidos em virtude da execução de ordem de bolsa;
- Incumprimento ou cumprimento defeituoso de ordem de bolsa.

III — Assim configurado, o fundo de garantia destinado a assegurar o cumprimento das obrigações dos membros das bolsas mostrava-se permeável a críticas que, em boa parte, servem de explicação à evolução legislativa ulterior. O leque de actos coberto por este expediente legal, de um lado, ao circunscrever-se às operações de bolsa, dava origem a uma situação assimétrica entre as operações executada em mercado bolsista e as operações fora de mercado (2). O âmbito da disciplina era, de outro lado, excessivamente estreito, pois deixava de fora os demais serviços de investimento.

2. A MATRIZ COMUNITÁRIA

I — O regime nacional veio entretanto a sofrer a intercessão da evolução do Direito comunitário sobre a matéria.

Durante os trabalhos de elaboração da Directiva relativa aos Serviços de Investimento (Directiva n.º 93/22/CEE, de 10 de Maio de 1993) detectou-se a necessidade de harmonizar, em termos comunitários, os esquemas de compensação dos investidores, como componente indissociável do regime prudencial dos intermediários financeiros. Preferiu-se, no entanto, à semelhança do que viria a suceder com a Directiva relativa à garantia de depósitos, concentrar em Directiva autónoma um corpo harmonizado de normas referentes aos esquemas de compensação de investidores.

Este reconhecimento conduziu à aprovação da Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março (*Investor Compensation Scheme Directive* — ou abreviadamente *ICSD*), que obrigou à criação de um sistema de indemnização de investidores de âmbito mais alargado, cobrindo os

(2) Este um dos traços, a par de outros, a favorecer a concentração da execução de ordens na bolsa: cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2009), 493-497.

riscos financeiros provocados por insolvência de intermediários financeiros no âmbito de qualquer serviço de investimento (3). O expediente era tido como instrumental do reforço do passaporte comunitário dos serviços de investimento, o que explica a amplitude do seu âmbito — e, por esse motivo, a circunstância de transcender claramente a responsabilidade adveniente de operações de bolsa (4).

II — O âmbito de cobertura do esquema de compensação é objecto do art. 2.º, n.º 2, da Directiva *ICSD* (5), cobrindo pretensões fundadas na incapacidade do intermediário: *i*) devolver dinheiro em dívida aos investidores e detido por sua conta em virtude de operações de investimento; ou *ii*) devolver instrumentos financeiros dos investidores que sejam detidos ou geridos em conexão com operações de investimento.

A partir daqui, importa sobretudo ter em conta que a Directiva se centra em pretensões creditícias causalmente fundadas na insolvência do intermediário financeiro (6). Admite, porém, o texto comunitário que, para efeitos deste esquema de protecção, a situação de insolvência possa ser confirmada por autoridade judicial ou administrativa. A matriz prudencial, adiante retomada (7), constitui, assim, um componente essencial na sua caracterização.

3. LIMITES ENDÓGENOS À CONFORMAÇÃO LEGISLATIVA DO SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO DOS INVESTIDORES; EM ESPECIAL, A ESTRUTURA COACTIVA DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA

I — Ainda antes do exame do regime interno, convém reter que a conformação legislativa do Sistema de Indemnização dos Investidores obedece a limites, em decorrência do enquadramento jurídico e do seu perfil funcional.

(3) Sobre o correspondente projecto, sublinhando a sua vocação para operar quando os investidores estão *unable to recover their funds or securities*: CHRISTOPHER J. CUICKSHANK, *The Draft Directive on the Protection of Investors*, em GUIDO FERRARINI (Org.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms*, London *et al.* (1997), 271-275.

(4) Arts. 2.º e 4.º da Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março. Cfr. a propósito NIAMH MOLONEY, *EC Securities Regulation*², cit., 735-759 (740-745).

(5) Cfr. igualmente o Considerando 8 da Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março.

(6) NIAMH MOLONEY, *EU Securities Regulation*², cit., 743-744; OXERA, *National Investor Compensation Schemes* (2005), 93-118.

(7) Cfr. *infra*, 5.

As limitações resultam, antes do mais, da estrutura coactiva do financiamento do SII. Segundo o texto da Directiva, o sistema de compensação dos investidores implicam contribuições obrigatórias asseguradas pelos intermediários financeiros, cujo incumprimento pode determinar a sua exclusão do sistema ⁽⁸⁾. Assim, embora a tónica da Directiva n.º 97/9/CE seja a de uma harmonização mínima, há que reter que um alargamento do âmbito de cobertura do Sistema pode, neste contexto, implicar uma carga excessiva para os intermediários financeiros contribuintes do Sistema, o que enfrenta limitações de ordem constitucional, adiante retomadas ⁽⁹⁾.

Vigoram, em segundo lugar, condicionamentos decorrentes da Directiva comunitária, que estabelece que o sistema de compensação dos investidores não deve colocar em perigo a estabilidade de cada sistema financeiro dos Estados-membros ⁽¹⁰⁾.

II — Precisamente a propósito destas indicações comunitárias, é decisivo perceber que, no plano funcional, uma extensão excessiva do âmbito do esquema de compensação dos investidores pode fazer agravar o risco sistémico, ao aumentar exponencialmente as responsabilidades das instituições financeiras. Ademais, como se verá, apoiando-se a lógica de financiamento do Sistema numa repartição de responsabilidades segundo a quota de mercado (i.e. montante de responsabilidades assumidas ⁽¹¹⁾), é mais intenso o sobre peso que recai sobre os maiores intermediários financeiros, cujo equilíbrio da situação financeira se revela mais crítico do ponto de vista sistémico. A fixação de um limite prudencial às contribuições não afasta este risco se, como acontece em Portugal, for fixada a nível micro-prudencial ⁽¹²⁾ — tendo por referência os fundos próprios de cada instituição financeira —, e não a nível macro-prudencial.

Paralelamente, a amplificação do âmbito de cobertura pode trazer outras consequências perversas, ao agravar o risco de *moral hazard*, por propiciar uma diminuição de diligência por parte dos investidores seja na selecção dos intermediários financeiros com que contratam, seja no acompanhamento do seu desempenho ⁽¹³⁾.

4. A TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA PARA O DIREITO INTERNO

I — A aprovação da Directiva n.º 97/9/CE, de 3 de Março, determinou a necessidade de efectuar uma alteração significativa ao modelo à data vigente em Portugal.

⁽⁸⁾ Art. 5.º da Directiva n.º 97/9/CE, de 3 de Março de 1997.

⁽⁹⁾ Cfr. *infra*, 10.

⁽¹⁰⁾ Considerando 23 da Directiva n.º 97/9/CE, de 3 de Março de 1997.

⁽¹¹⁾ Art. 6.º, n.º 4, DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

⁽¹²⁾ Art. 6.º, n.º 3, DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

⁽¹³⁾ NIAMH MOLONEY, *EU Securities Regulation*², Oxford (2008), 729-731.

Assim, em transposição daquela Directiva para o sistema jurídico português, foi criado o Sistema de Indemnização dos Investidores como pessoa colectiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira, embora funcionando junto da CMVM.

O Sistema é regulado pelo DL n.º 222/99, de 22 de Junho (aqui também referido por DLSII), entretanto modificado pelo DL n.º 162/2009, pela Portaria n.º 1266/2001, de 6 de Novembro, e pelo Regulamento da CMVM n.º 2/2000 ⁽¹⁴⁾. Conhecem-se, ainda, Instruções aprovadas pela Comissão Directiva do Sistema de Indemnização dos Investidores, a curar matérias de natureza operacional ⁽¹⁵⁾.

II — Nos termos do n.º 1 do art. 3.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho, o Sistema garante a cobertura dos créditos de que seja sujeito passivo um intermediário financeiro com sede em Portugal *em consequência de incapacidade financeira deste* para, de acordo com as condições legais e contratuais aplicáveis, reembolsar ou restituir aos investidores os fundos que lhes sejam devidos ou que lhes pertençam e que se encontrem especialmente afectos a operações de investimento, ou que sejam detidos, administrados ou geridos por sua conta no âmbito de operações de investimento.

Estão ainda cobertos os créditos de operações de investimento realizadas por intermediários financeiros com sucursais em Portugal, na parte em que exceda a cobertura do Estado de origem ⁽¹⁶⁾.

III — Segundo o art. 11.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho, o Sistema é accionado, assegurando o pagamento da indemnização aos investidores, nos seguintes casos:

- a) Quando a entidade participante, por razões directamente relacionadas com a sua situação financeira, não tenha possibilidade de cumprir as obrigações resultantes de créditos dos investidores e o Banco de Portugal tenha verificado, ouvida a CMVM, no prazo máximo de 21 dias após se ter certificado pela primeira vez da ocorrência, que a entidade participante não mostra ter possibilidade de proximo vir a fazê-lo;
- b) Quando o Banco de Portugal torne pública a decisão pela qual revogue a autorização da entidade participante, caso tal publicação ocorra antes da verificação referida na alínea anterior;

⁽¹⁴⁾ Cfr. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra (2001), 125-128.

⁽¹⁵⁾ Os textos mencionados encontram-se disponíveis em www.cmvm.pt.

⁽¹⁶⁾ Arts. 4.º, n.º 2, e 8.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

- c) Relativamente aos créditos decorrentes de operações de investimento efectuadas em Portugal por sucursais de empresas de investimentos e instituições de crédito com sede em outro Estado membro da Comunidade Europeia, quando for recebida uma declaração da autoridade de supervisão do país de origem comprovando que se encontra suspenso o exercício dos direitos dos investidores a reclamarem os seus créditos sobre essa entidade.

IV — A par do Sistema de Indemnização dos Investidores, a lei admite ainda a constituição de fundos de garantia adicionais por entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação ou de contraparte central.

Neste caso, desde a alteração aos arts. 35.º e 36.º promovidas pelo DL n.º 66/2004, de 24 de Março ⁽¹⁷⁾, a constituição de fundos de garantia e a sua adesão passou a revestir natureza facultativa.

5. AS LIMITAÇÕES AO ÂMBITO DE COBERTURA; A VOCAÇÃO PRUDENCIAL DO SISTEMA

I — O âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores é determinado por critérios de natureza objectiva, subjectiva e quantitativa.

No tocante aos critérios objectivos de delimitação do âmbito do Sistema, este é vocacionado para a cobertura de danos advenientes da insolvência de intermediário financeiro. O preâmbulo do diploma é explícito ao referir que visa o *ressarcimento de direitos que não possam ser satisfeitos devido à situação financeira da entidade prestadora dos serviços de investimento*.

Além disso, no mesmo sentido, o já afluído n.º 1 do art. 3.º DLSII indica claramente que sob âmbito do Sistema recaem os créditos sobre intermediário financeiro que, *por virtude da sua incapacidade financeira*, este não tenha condições de reembolsar ou restituir.

Esta matriz prudencial do Sistema que explica, de resto, que se dispense a intervenção de autoridade judicial para confirmação da situação de insolvência.

Assim, tal como sucede em relação ao regime da Directiva que transpõe para o Direito nacional ⁽¹⁸⁾, o Sistema de Indemnização de Investidores não tem por vocação a reparação de danos fundados no incumprimento de normas de conduta.

⁽¹⁷⁾ Sobre o regime originário do Código: SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, cit., 114-125.

⁽¹⁸⁾ NIAMH MOLONEY, *EU Securities Regulation*², cit., 743-744; OXERA, *National Investor Compensation Schemes* (2005), 93-118.

Esta pressuporia uma indagação em torno da actuação ilícita do intermediário e da indemnização daí decorrente que apenas um tribunal estaria em condições de realizar. Adiante regressa-se a este ponto.

II — Importa ainda notar que certos créditos, em atenção à posição jurídica do seu titular, estão arredados da cobertura oferecida pelo Sistema de Indemnização de Investidores. A este respeito, excluem-se da cobertura os seguintes créditos ⁽¹⁹⁾:

- a) Os créditos decorrentes de operações de investimento de que sejam titulares os investidores qualificados referidos n.º 1 do art. 30.º do Código dos Valores Mobiliários, quer actuem em nome próprio quer por conta de clientes, ou entidades do sector público administrativo;
- b) Os créditos decorrentes de operações de investimento de que seja titular um investidor, qualquer outra pessoa ou parte interessada nessas operações, em relação às quais tenha sido proferida uma condenação penal, transitada em julgado, pela prática de actos de branqueamento de capitais;
- c) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas ou prestadas por entidades não autorizadas para o efeito;
- d) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas directamente fora do âmbito territorial previsto no art. 8.º, designadamente em jurisdição *off shore*, excepto se o investidor desconhecesse o destino desse investimento;
- e) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas em nome e por conta de membros dos órgãos de administração ou fiscalização da entidade participante, accionistas que nela detenham participação, directa ou indirecta, não inferior a 2% do respectivo capital social, revisores oficiais de contas ao seu serviço, auditores externos que lhe prestem serviços de auditoria ou investidores com estatuto semelhante noutras empresas que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a entidade participante;
- f) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas em nome ou por conta das pessoas ou entidades que tenham exercido as funções, detido as participações ou prestado os serviços referidos na alínea anterior nos quatro anos anteriores à data do accionamento do Sistema, ou da adopção pelo Banco de Portugal de providências de recuperação

⁽¹⁹⁾ Art. 9.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho, na redacção dada pelo DL n.º 162/2009, de 20 de Julho.

e saneamento, nos termos da lei, e cuja acção ou omissão tenha estado na origem das dificuldades financeiras da entidade participante ou tenha contribuído para o agravamento de tal situação;

- g) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas em nome e por conta do cônjuge, parentes ou afins em 1.º grau ou terceiros que actuem por conta de investidores referidos na alínea anterior;
- h) Os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas em nome e por conta de empresas que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a entidade participante;
- i) Os créditos decorrentes de operações de investimento de que sejam titulares investidores responsáveis por factos relacionados com a entidade participante, ou que deles tenham tirado benefício, directamente ou por interposta pessoa, e que estejam na origem das dificuldades financeiras ou tenham contribuído, por acção ou omissão no âmbito das suas responsabilidades, para o agravamento de tal situação;
- j) Os créditos decorrentes de garantias de rendibilidade, bem como de garantias de reembolso de fundos afectos a operações de investimento que tenham sido abusivamente acordadas entre investidores e entidades participantes ou por estas concedidas, presumindo-se como tais as que tenham sido constituídas a partir do terceiro mês anterior à data de accionamento do Sistema ou da adopção pelo Banco de Portugal de providências de recuperação e saneamento nos termos da lei;
- l) Os créditos decorrentes de operações de investimento de que sejam titulares investidores actuando por conta de quaisquer pessoas ou entidades referidas nas alíneas anteriores.

III — Há, por último, limitações de ordem quantitativa no ressarcimento a ser prestado pelo Sistema, que se devem à necessidade de assegurar um grau adequado de diligência do investidor na escolha do intermediário com quem contrata⁽²⁰⁾. Embora a Directiva estabeleça um mínimo de indemnização máxima a prestar ao investidor de 20.000 euros, no regime nacional o limite máximo da indemnização foi fixado em 25.000 euros por investidor⁽²¹⁾. Assim, *summo rigore*, o Sistema não assegura que o cliente seja indemnizado (isto é: que fique *sem dano*). Mostra-se preferível, por este motivo, utilizar a terminologia *sistema de compensação de investidores*, tal qual é empregue no texto da Directiva.

⁽²⁰⁾ CHRISTOPHER J. CUICKSHANK, *The Draft Directive on the Protection of Investors*, cit., 272.

⁽²¹⁾ Os critérios de atribuição encontram-se previstos no art. 10.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

IV — A tríplice limitação, acabada de descrever, oferece consequências na dinâmica do Sistema de Indemnização de Investidores.

O Sistema é dotado de um património fiduciário, constituído graças às contribuições dos intermediários financeiros⁽²²⁾. A natureza fiduciária do património do Sistema deve-se ao facto de este ser *exclusivamente afecto aos fins a que a lei o destina*. Reputa-se, nestes termos, mercê do princípio de tipicidade de cobertura do Sistema, como inválida qualquer atribuição patrimonial feita pelo Sistema de Indemnização de Investidores fora do seu âmbito de cobertura, bem como qualquer ordem de accionamento deste Sistema que seja exorbitante do mencionado âmbito de cobertura.

Estas conclusões, aliás, extraídas valem, *mutatis mutandis*, para qualquer modo de utilização do Sistema de Indemnização dos Investidores, que permaneça vedada para o ressarcimento de investidores por depreciação dos activos geridos ou por violação de deveres de conduta.

Em todo o caso, ante o mecanismo sub-rogatório subsequente ao accionamento do Sistema (art. 12.º do DLSII), o modo típico de accionamento do Sistema envolve o pagamento aos clientes lesados, dentro do âmbito coberto. Por esse motivo, está fora do âmbito do Sistema a realização de atribuições indirectas a investidores lesados, envolvendo nomeadamente a aquisição de instrumentos financeiros sob gestão de intermediário financeiro em situação de saneamento financeiro, para efeitos da futura constituição de um fundo de investimento, de um fundo de titularização, de uma sociedade de titularização ou de outro veículo societário que se encarregue de gerir os instrumentos financeiros em causa.

6. AS ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELO DL N.º 162/2009, DE 20 DE JULHO

I — O DL n.º 162/2009, de 20 de Julho, além de proceder à alteração do regime do Fundo de Garantia de Depósitos, nomeadamente em transposição da Directiva n.º 2009/14/CE, acrescentou diversas prescrições sobre o Sistema de Indemnização dos Investidores, em alteração ao DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

É necessário deixar claro, antes do mais, que nada obrigava o legislador português a intervir no âmbito da disciplina jurídica do Sistema de Indemnização dos Investidores.

O regime comunitário vigente nesta matéria encontra-se integralmente transposto para a ordem jurídica interna desde 1999, data de publicação da versão originária do DL n.º 222/99, de 22 de Junho (adiante referido abreviadamente por

⁽²²⁾ Art. 6.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

DLSII), diploma legislativo de base na regulação do Sistema de Indemnização de Investidores.

II — É certo que a Comissão Europeia tomou a iniciativa de submeter à consulta pública, até 8 de Abril de 2009, um conjunto de questões relativos a uma possível futura alteração da Directiva n.º 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 3 de Março de 1997, que se dedica precisamente a esta matéria (23). Foi colocada nomeadamente à consulta pública a questão de saber se, no futuro, e mediante alteração ao texto comunitário, deveriam ser abrangidos danos hoje não sujeitos a qualquer cobertura.

Porém, as propostas em apreciação têm gerado controvérsia, ao poderem implicar um acréscimo das contribuições dos intermediários financeiros, o que ocorre em momento particularmente inoportuno, devido à crise presentemente vivida (24). Por esse motivo, esta recente consulta pública promovida pela Comissão Europeia não conduziu ainda a qualquer texto comunitário modificativo da Directiva em vigor, ou sequer a alguma proposta nesse sentido (25), mantendo-se, também à luz do Direito comunitário, os limites de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores.

III — Percebe-se, assim, que as novas regras portuguesas destinadas ao Sistema de Indemnização dos Investidores representam uma forma de «gold-plating» relativamente às orientações comunitárias — isto é, uma *sobre-imposição* decidida pelo legislador interno, *agravando* as exigências impostas no plano comunitário (26).

Num plano mais amplo, importa referir que esta constatação leva a que a disciplina em questão determine potenciais desvantagens competitivas por parte dos operadores financeiros nacionais em relação aos seus concorrentes estrangeiros. A disparidade de tratamento regulatório desafia directamente o *level playing field* que deve vigorar no sistema financeiro europeu. Este ponto levou um

(23) EUROPEAN COMMISSION, *Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes. Call For Evidence* (2009).

(24) EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION, *Response to the Commission's Call for Evidence on Directive 1997/9/EC regarding Investor-Compensation Schemes* (2009); DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, *Response to the European Commission's Call for Evidence on Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes* (Abril 2009).

(25) Segundo as notícias mais recentes, o tema permanece sob avaliação. Cfr. *Investor Compensation Scheme Directive*, in *European Securities News. Newsletter for the European Securities Committee* (May 2009).

(26) Sobre este conceito: PAULO CÂMARA, *Regulação e Valores Mobiliários*, em EDUARDO PAZ FERREIRA/LUÍS MORAIS/GONÇALO ANASTÁCIO (org.), *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, cit., 151.

autor a escrever recentemente que: “*over zealous governments are systematically hurting domestic business and industry by overimplementing EC legislation, where other member states are not*” (27).

Demais, esta assimetria regulatória, resultando em desvantagem dos operadores nacionais, em termos abaixo analisados, surge num momento de uma crise financeira internacional, que por si tem obrigado a um esforço adicional por parte das instituições financeiras, designadamente no tocante ao cumprimento de novas exigências prudenciais (28).

IV — Os dados recolhidos permitem compreender os problemas jurídicos associados às alterações ao regime do Sistema de Indemnização dos Investidores consagradas através do DL n.º 162/2009, de 20 de Julho.

No tocante ao âmbito de cobertura do Sistema, foi introduzido um novo n.º 2 no art. 3.º do DLSII, de modo a fazer constar que *para efeitos do disposto no número anterior, os fundos devidos aos investidores e que se encontram especialmente afectos a operações de investimento incluem os créditos de que os mesmos sejam titulares sobre uma entidade participante do Sistema e que resultem de operações de investimento cujas condições contratuais estabeleçam uma garantia de reembolso de montantes determinados ou determináveis*.

Esta norma traduz um importante alargamento no âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores, de modo a alterar a sua natureza, tal como resulta do DL n.º 162/2009, como se passa a demonstrar.

V — Na sua configuração originária, tal como resulta do desenho comunitário, o enfoque do Sistema de Indemnização dos Investidores assume natureza prudencial, assentando na parcial compensação de pretensões fundadas na insolvência do intermediário. Por isso é que se dispensa uma verificação judicial da situação de incapacidade financeira ou dos montantes dos créditos de cada investidor.

O preâmbulo do DL n.º 222/99, de 22 de Junho, era bastante explícito ao referir que visa o *ressarcimento de direitos que não possam ser satisfeitos devido à situação financeira da entidade prestadora dos serviços de investimento*. No mesmo sentido, o agora art. 3.º, n.º 1, do DL n.º 222/99, de 22 de Junho, o Sistema garante a cobertura dos créditos de que seja sujeito passivo um inter-

(27) WIM VOERMANS, *Gold-Plating and Double Banking: An Overrated Problem?*, Leiden (2008) = <http://ssrn.com/abstract=1318236>.

(28) PAULO CÂMARA, *Medidas regulatórias adoptadas em resposta à crise financeira: um exame crítico*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IX (2009); Id., *Las medidas adoptadas en Portugal en respuesta a la crisis financiera*, *Revista de Derecho de Mercado de Valores* n.º 4 (2008), 543-556.

mediário financeiro com sede em Portugal *em consequência de incapacidade financeira deste* para, de acordo com as condições legais e contratuais aplicáveis, reembolsar ou restituir aos investidores os fundos que lhes sejam devidos ou que lhes pertençam e que se encontrem especialmente afectos a operações de investimento, ou que sejam detidos, administrados ou geridos por sua conta no âmbito de operações de investimento.

Por isso, a vocação originária deste mecanismo era limitada a compensar a falta de entrega de dinheiro ou de valores mobiliários. À luz do regime pré-vigente, quando os valores mobiliários eram entregues, ainda que depreciados, o Sistema não podia legitimamente ser utilizado ⁽²⁹⁾. A Comissão Europeia já corroborou este entendimento, ao considerar que: *Important client losses could result from the violation of conduct of business rules, in the case the firm is unable to compensate the investor itself. This kind of event is clearly outside the current scope of the ICSD (which covers the inability of the firm to refund the money or securities belonging to investors)* ⁽³⁰⁾. A este propósito, afirmou igualmente a insuspeita *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), lapidariamente, a propósito do regime de compensação de investidores, que *as a general principle, claims and hence compensation should be restricted to loss of assets/cash (...) and not to losses arising from investment risk* ⁽³¹⁾.

VI — O DL n.º 162/2009, ao facultar, no novo n.º 2 do art. 3.º DLSII, a inclusão no âmbito de cobertura do SII de *operações de investimento cujas condições contratuais estabeleçam uma garantia de reembolso de montantes determinados ou determináveis*, de mecanismo prudencial, passa a assumir igualmente a natureza de expediente que assegura a cobertura do risco de investimento contratualmente garantido.

Diga-se de passagem que o alcance da expressão legislativa transcrita não é fácil de alcançar. O legislador refere-se à garantia de *reembolso*, parecendo ter em vista a reparação de pretensões fundadas no reembolso do capital investido. Esta ideia é confirmada através da nova alínea *j*) do art. 9.º, n.º 1, que con-

⁽²⁹⁾ Basta recordar que o preceito comunitário onde o instituto foi primariamente enquadrado foi nas regras prudenciais da Directiva dos Serviços de Investimento e que a Directiva n.º 97/9/CE configura este esquema como tutela prudencial dos investidores, o que foi mantido na disciplina nacional instituída originariamente pelo DL n.º 222/99, de 22 de Junho.

⁽³⁰⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes. Call For Evidence* (2009), 5.

⁽³¹⁾ EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION, *Response to the Commission's Call for Evidence on Directive 1997/9/EC regarding Investor-Compensation Schemes* (2009), 3.

trapõe garantia de *rendibilidade* a garantia de *reembolso* como realidades contratuais *distintas*, sendo que apenas esta está abrangida no novo n.º 2 do art. 3.º DLSII.

O ponto não é suficientemente claro, mas tomando por base a letra da lei, e a estrutura típica subjacente à delimitação do âmbito de cobertura do Sistema, infere-se não quedarem abrangidas operações com garantia de *rendibilidade mínima*. Além do já mencionado art. 9.º, n.º 1, alínea *j*), DLSII, o contraste com a fórmula verbal utilizada no art. 336.º, n.º 2, CVM afigura-se evidente — o que parece afastar a gestão de carteiras com garantia de *rendibilidade mínima*.

VII — Seja como for, o aditamento feito, e nomeadamente a extensão deste âmbito a casos em que a garantia resulte em montante, não determinado, mas *determinável* aumenta exponencialmente a responsabilidade do Sistema.

À extensão do âmbito de cobertura a operações de investimento com garantia de reembolso, soma-se a inclusão de diversos conceitos indeterminados e de difícil apreciação tais como, de um lado, a exclusão de pessoas responsáveis por factos *relacionados* com a entidade participante (designadamente as suas dificuldades financeiras), ou que dela *tenham retirado benefício ou que tenham contribuído para o seu agravamento* (art. 9.º, n.º 1, alíneas *f*) e *i*), DLSII) ou, de outro lado, a exclusão de operações *abusivamente* acordadas (art. 9.º, n.º 1, alínea *j*), DLSII). A este rol soma-se a avaliação, igualmente difícil, sobre o desconhecimento, por parte do investidor, da execução de operações de investimento no estrangeiro (art. 9.º, n.º 1, alínea *d*), DLSII), adiante tratada autonomamente ⁽³²⁾.

São, pois, plúrimas as novidades do regime agora instituído. Daqui decorrem, também, importantes consequências práticas. O processo instrutório subsequente ao accionamento do Sistema deve agora: (i) avaliar a existência de um dever de reembolso em sentido técnico; (ii) verificar a concreta determinação do montante devido; (iii) avaliar o cumprimento da garantia em relação à evolução do desempenho de activos subjacentes; (iv) avaliar a verificação de eventuais causas excludentes de responsabilidade, o que implica nomeadamente uma indagação sobre elementos de facto e sua correspondente valoração.

Além de uma maior morosidade no processo de pagamento da indemnização pelo SII, daqui resulta necessariamente convocado, em cada processo de accionamento do Sistema, um conjunto de juízos de avaliação complexos e cuja justeza aplicativa pode gerar frequentes dúvidas. Diga-se directamente que para essa avaliação da extensão dos direitos indemnizatórios estariam melhor vocacionados os tribunais. Aliás, no caso de tais dúvidas aplicativas serem funda-

⁽³²⁾ Cfr. *infra*, § 4.º

das, determina o novo art. 9.º, n.º 2, DLSII que o Sistema deve suspender o pagamento de indemnizações até sentença judicial que reconheça o direito do investidor à indemnização.

O balanço daqui resultante não pode considerar-se satisfatório. O alargamento do âmbito de cobertura do Sistema e a introdução de cláusulas excludentes de exigente e complexa avaliação escapam, no seu todo, à tradicional imediatividade e automaticidade de funcionamento do Sistema, resultando em geral, na prática, numa maior judicialização deste esquema de compensação de investidores.

7. A EXTENSÃO GEOGRÁFICA DO ÂMBITO DE COBERTURA DO SISTEMA A OPERAÇÕES REALIZADAS NO ESTRANGEIRO

I — Outra das vertentes problemáticas decorrentes da modificação ao regime do Sistema de Indemnização dos Investidores promovida pelo DL n.º 162/2009 consiste na alteração da regra excludente do âmbito de cobertura de operações realizadas no estrangeiro. Além de se afigurar incorrecta a técnica legislativa utilizada, o alcance desta modificação pode comportar uma elevada danosidade.

Em causa está a inclusão de uma nova alínea *d*) no art. 9.º, n.º 1, DLSII, atrás mencionado, em preceito epigrafado *Créditos excluídos do Sistema*, com uma ressalva muito importante. No enunciado legislativo, refere-se estarem excluídas do âmbito de cobertura as operações de investimento realizadas directamente fora do âmbito territorial previsto no artigo anterior, designadamente em jurisdição *off shore*, *excepto se o investidor desconhecesse o destino desse investimento* (33). O normativo anterior para que remete esta renovada alínea (art. 8.º) consagra o tradicional critério da territorialidade para demarcação do âmbito de cobertura do Sistema.

Através desta fórmula, o legislador veio na verdade (e em local sistematicamente impróprio, diga-se) estender o âmbito de aplicação do Sistema, que passa a cobrir operações realizadas fora do âmbito territorial delimitado no art. 9.º se o investidor desconhecer o destino desse investimento.

II — Em consequência desta solução, na delimitação do âmbito geográfico de cobertura do Sistema, passa a erigir-se como critério central do conhecimento ou desconhecimento da extra-territorialidade das operações.

Este critério é permeável a críticas, desde logo porque de facto existem *plúrimos serviços de investimento que não pressupõem, do lado do investidor,*

(33) O itálico não consta do original.

o conhecimento do local de execução da transacção. O pretendido alargamento de uma regra dirigida aos depósitos (novo art. 13.º, n.º 1, alínea *d*), do DL n.º 345/98, de 9 de Novembro, igualmente introduzido pelo DL n.º 162/2009) é, aqui, manifestamente, inadequado. Pense-se, por exemplo, na gestão de carteiras — no âmbito da qual os actos do gestor são discricionários, tendo liberdade para escolher com quem contrata e em que local de execução executa as operações de investimento (34). Sobram, além disso, muitos outros actos de investimento que pressupõem subcontratação no exterior, sem que por regra o investidor seja informado (35). Deste modo, a nova alínea *d*) do art. 9.º, n.º 1, DRSII amplifica consideravelmente o âmbito de cobertura do Sistema.

Além disso, o critério escolhido sujeita o Sistema a um risco de litigância, antes inexistente, em torno do conhecimento ou desconhecimento do local de execução das operações.

III — Por último, esta indicação legislativa pode conduzir a uma duplicação de cobertura em termos comunitários, no plano das operações realizadas por sucursal. Quanto a estas, as operações deixam de se confinar às operações realizadas em Portugal, o que subverte totalmente o critério territorial subjacente à Directiva n.º 97/9/CE, de 3 de Março de 1997 (36). O princípio de *top up*, subjacente ao funcionamento da mencionada Directiva (37), obriga a uma articulação entre autoridades domésticas de supervisão, que resulta dificultada por esta potencial duplicação de âmbitos de cobertura.

A probabilidade de ocorrerem tentativas de aproveitamento ilegítimo deste quadro e o risco de confusão daqui decorrentes são muito acentuados.

8. APLICAÇÃO TEMPORAL ÀS MODIFICAÇÕES DO ÂMBITO DO SII; INADMISSIBILIDADE DA SUA APLICAÇÃO RETROACTIVA

I — É fundamental determinar a partir de que data é que entra em vigor o novo regime instituído pelo DL n.º 162/2009. A resposta a esta questão toma forçosamente por referência o preâmbulo do diploma, onde consta que se pro-

(34) PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2009), 447-451.

(35) Ressalva-se apenas a subcontratação da gestão de carteiras em entidades localizadas em países terceiros, que implica o conhecimento do cliente, ao abrigo do art. 308.º-C CVM.

(36) Cfr. art. 7.º e Anexo II da Directiva n.º 97/9/CE, de 3 de Março de 1997.

(37) *Reenvia-se nomeadamente para EFTA SURVEILLANCE AUTHORITY, Report On The Application Of The Investor Compensation Schemes Directive (97/9/EC) In Iceland, Liechtenstein And Norway (2001).*

cede à “clarificação, a título interpretativo, do âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores”.

As normas interpretativas fixam o sentido juridicamente decisivo de regras jurídicas preexistentes, quando o seu alcance possa suscitar dúvidas. Assim, para uma norma ser interpretativa, não basta o legislador declará-la como tal. Além de encerrarem uma finalidade interpretativa, é necessário que respeitem dois fundamentais critérios objectivos: por um lado, devem fixar como decisivo um dos sentidos possíveis da norma interpretada; por outro lado, não podem encerrar novidade.

II — Com o DL n.º 162/2009, de 20 de Julho, como resulta da exposição antecedente ⁽³⁸⁾, a disciplina referente ao âmbito de cobertura do Sistema foi alterada com alcance inovatório. Com efeito, o aditamento dos créditos de que os investidores sejam titulares resultando de operações de investimento que prevejam contratualmente garantias mínimas de reembolso de montantes determinados ou determináveis não consta de entre os sentidos possíveis do regime progressivo. O reembolso da operação de investimento assumida pelo intermediário financeiro liga-se à protecção do risco de investimento, que se situa fora da órbita originária do Sistema, e para cuja avaliação estão melhor vocacionados os tribunais. Além disso, estender a cobertura aos casos em que a prestação é meramente determinável abre o flanco a apreciações desafiadas judicialmente. Também estas são avaliações para as quais o Sistema de Indemnização de Investidores não está primariamente vocacionado.

Infere-se, assim, que em vez de interpretativa, a extensão do âmbito de cobertura ao abrigo da alteração ao art. 3.º e do art. 9.º, alínea *d*), DLSII é seguramente inovatória. A partir daqui, poderia concluir-se directamente que não se aplica o art. 13.º, n.º 1, CC, pelo que o DL n.º 162/2009, de 20 de Julho, apenas valeria para o futuro.

III — Pese embora o carácter inovatório do regime — e apenas a benefício da completude de análise —, vale a pena ainda avaliar se a referência preambular a uma natureza interpretativa das modificações do âmbito de cobertura denuncia, na verdade, a intenção legislativa de conferir natureza retroactiva à extensão do âmbito de cobertura do SII, de modo a que as novas regras abranjam igualmente situações de incumprimento de intermediário financeiro ocorridas no passado.

Sucedo que o Sistema de Indemnização dos Investidores assenta em contribuições dos intermediários financeiros, de natureza obrigatória (art. 4.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho). Como visto, as contribuições para o SII assu-

⁽³⁸⁾ Cfr. *supra*, § 3.º

mem a forma de obrigações irrevogáveis de entrega dos montantes necessários para o pagamento das indemnizações, em caso de accionamento do Sistema, de acordo com uma fórmula percentual aferida em função da quota de mercado de cada intermediário (art. 6.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho).

Materialmente, a prestação para o Sistema de Indemnização dos Investidores, sendo uma prestação patrimonial não reembolsável imposta por lei para a realização de finalidades públicas, atinge o património privado dos intermediários financeiros contribuintes.

Assim sendo, a vigência retroactiva do novo âmbito de cobertura do SII provocaria um alargamento das contribuições dos intermediários participantes do Sistema quanto a factos ocorridos no passado. Deste ponto de vista, uma extensão do âmbito de cobertura do SII implicaria adicionais restrições ao direito de propriedade, tutelado constitucionalmente (art. 62.º CRP), sobre os fundos detidos pelos intermediários financeiros.

Por esse motivo, se o DL n.º 162/2009 hipoteticamente pretendesse que uma tal extensão do âmbito de cobertura do SII tivesse efeitos para o passado, e não apenas para o futuro, esse diploma padeceria, nessa parte, de inconstitucionalidade, por violação do art. 18.º, n.º 3, e do art. 103.º, n.º 3, CRP. Uma vez que essa intenção não decorre claramente do texto legislativo (o art. 5.º do DL n.º 162/2009 inculca, até, ideia contrária), deve a interpretação ser ensaiada em termos conformes à Constituição de modo a preferir a leitura hermenêutica mais próxima da lei fundamental: resultando também por esta via, em suma, que os efeitos projectados pelo DL n.º 162/2009 apenas podem valer para o futuro.

Em síntese, é forçoso concluir, em definitivo, que o novo regime do Sistema de Indemnização dos Investidores vigora apenas para factos ligados à incapacidade financeira de intermediários financeiros ocorridos a partir de 21 de Julho de 2009.

9. A INCONSTITUCIONALIDADE DO ALARGAMENTO DO ÂMBITO DE COBERTURA DO SISTEMA DE INDEMNIZAÇÃO DOS INVESTIDORES

I — Importa assinalar, embora sumariamente, que o alargamento do âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores provocado pelo DL n.º 162/2009 vem colocar questões delicadas de constitucionalidade.

Como resulta da exposição anterior ⁽³⁹⁾, o ponto de partida é a estrutura de financiamento do SII, que assenta em contribuições obrigatórias dos intermediários

⁽³⁹⁾ Cfr. *supra*, 3., II.

financeiros, para acorrerem a finalidades de interesse público ligados à protecção dos investidores e à salvaguarda da confiança no sistema financeiro (art. 6.º DLSII).

Ora, ao pressupor uma afectação forçosa dos fundos dos intermediários, o Sistema de Indemnização dos Investidores assenta em contribuições que revestem materialmente a natureza de *contribuições financeiras para entidades públicas*, sendo prestações patrimonial não reembolsável impostas por lei para a realização de finalidades públicas, sem contrapartida específica e sem revestir natureza sancionatória. A competência para esta medida legislativa é, assim, da Assembleia da República (art. 165.º, n.º 1, alíneas *b*) e *i*), CRP) — embora possa o Governo intervir, se legitimado por Lei de Autorização Legislativa. Não tendo tal ocorrido neste caso, o diploma está viciado por inconstitucionalidade orgânica.

II — A acrescer, a restrição dos direitos, liberdades e garantias — ínsita ao financiamento do Sistema — apenas é constitucionalmente tolerada se obedecer ao princípio de proporcionalidade, nos termos do art. 18.º, n.º 2, CRP. Ocorre, como demonstrado ao longo deste texto, que as alterações efectuadas ao âmbito de cobertura do Sistema de Indemnização dos Investidores não apenas se revelam desnecessárias, como são inadequadas e desproporcionadas para a tutela dos mercados financeiros, seus agentes e investidores.

São alterações *desnecessárias*, porque nenhum texto comunitário obriga ou aconselha a uma intervenção, no momento de crise financeira, no funcionamento dos esquemas de compensação dos investidores, ademais através da utilização de enunciados normativos fomentadores de incerteza jurídica.

Estas modificações são ademais *inadequadas* porque a situação de crise financeira obriga a robustecer a estrutura prudencial dos intermediários financeiros e a redobrar a responsabilização dos investidores — objectivos que que em derradeira análise resultam, em ambos os casos, prejudicados pelo diploma analisado.

A aludida intervenção legislativa mostra-se, por último *desequilibrada*, ao fomentar a judicialização do esquema de compensação dos investidores e ao traduzir um acréscimo de responsabilidade dos intermediários financeiros que, ao menos parcelarmente (reenvia-se, sobretudo, para o art. 9.º, n.º 1, alínea *d*), DLSII), assume dimensões imprevisíveis.

Assim, em suma, também do ponto de vista material, os arts. 3.º e 9.º do DLSII surgem em colisão com os dados constitucionais, o que implica uma mácula importante num diploma central para o sistema jurídico-mobiliário. Uma revisão ao regime jurídico do sistema de compensação de investidores dirigida a expurgar este vício impõe-se, por este motivo, como tarefa inadiável para o legislador nacional.