



DEVERES DE GOVERNAÇÃO DE PRODUTOS

Francisco Quental

Madalena Rodrigues

Working Paper Nº 3/2025

Julho de 2025

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its authors.

Keywords: MiFID II, product governance, investor protection, target market, legal duties.

DEVERES DE GOVERNAÇÃO DE PRODUTOS

Francisco Quental

franciscomquental@gmail.com

Madalena Rodrigues

madalena6556@gmail.com

Abstract: *This paper explores the product governance regime established by the MiFID II Directive, emphasizing its key role in enhancing investor protection and fostering more transparent and efficient financial markets. It begins with a historical and legislative overview, followed by an analysis of the legal sources that shape the framework, including Directive 2014/65/EU, Delegated Regulation 2017/565, and ESMA guidelines. The study examines the legal duties imposed on both manufacturers and distributors, focusing on the identification and monitoring of the target market, the ongoing product review process, and the interrelation between the know-your-product, know-your-client, and information disclosure obligations. Finally, the work discusses key implementation challenges and considers future perspectives, underlining the need for a balanced approach between financial innovation and investor protection.*

Índice

<u>1. INTRODUÇÃO</u>	<u>4</u>
1.1. SISTEMA DE FONTES.....	4
1.2. FINALIDADE DO REGIME	6
<u>2. A GOVERNAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS – LINHAS GERAIS DO REGIME</u>	<u>6</u>
2.1. ÂMBITO OBJETIVO E SUBJETIVO DO REGIME	6
2.2. ÂMBITO TEMPORAL DO REGIME.....	8
2.3. O CONCEITO DE PÚBLICO-ALVO.....	8
<u>3. DEVERES JURÍDICOS RESPEITANTES À GOVERNAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS</u>	<u>10</u>
3.1. DEVERES JURÍDICOS DO PRODUTOR DOS PRODUTOS	10
3.2. DEVERES JURÍDICOS DOS COMERCIALIZADORES	12
<u>4. PROCESSO DE GESTÃO E SUPERVISÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS</u>	<u>14</u>
<u>5. DESAFIOS E PERSPETIVAS FUTURAS</u>	<u>16</u>
<u>6. CONCLUSÃO</u>	<u>17</u>
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	<u>19</u>

1. Introdução

A proteção dos investidores tem sido uma prioridade crescente na regulamentação dos mercados financeiros europeus, particularmente após a crise financeira global de 2008, que expôs fragilidades significativas nos sistemas de supervisão e nos mecanismos de transparência e responsabilidade das instituições financeiras. Em resposta, a União Europeia reforçou o seu enquadramento regulatório, adotando medidas com o objetivo de restaurar a confiança dos investidores, aumentar a estabilidade do sistema financeiro e promover uma maior integridade e eficiência nos mercados.

Neste contexto, a Diretiva DMIF II (Diretiva 2014/65/UE), que veio substituir a Diretiva DMIF I (2004/39/CE), introduziu um conjunto de obrigações mais rigorosas para as empresas de investimento, com especial destaque para a proteção dos investidores não profissionais. Uma das inovações centrais da DMIF II é o reforço das regras de governação de produtos financeiros, as quais impõem a necessidade de um processo estruturado de identificação do público-alvo, avaliação da compatibilidade dos produtos com as necessidades dos clientes e monitorização contínua da sua distribuição.

A governação de produtos, conforme delineada na DMIF II, impõe obrigações tanto aos produtores como aos distribuidores de instrumentos financeiros, exigindo que estes desenvolvam produtos adequados ao perfil de risco, conhecimento e objetivos dos investidores, e que evitem a comercialização indevida. Esta abordagem visa evitar a repetição de práticas que, no passado, levaram à colocação de produtos financeiros complexos junto de investidores sem a devida compreensão ou capacidade para avaliar os riscos envolvidos.

1.1. Sistema de Fontes

O regime jurídico da governação de produtos financeiros assenta num quadro normativo composto por fontes de direito da União Europeia e legislação nacional, bem como por orientações emitidas por autoridades reguladoras europeias e nacionais.

O ponto de partida, como hoje concebido, inicia-se com a Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril, conhecida como DMIF I – *Markets in Financial Instruments Directive I*. Instituiu o princípio nuclear de todo o regime de governação de produtos até aos dias de hoje: a proteção dos investidores. Propôs série de objetivos que pretendia atingir como o desenvolvimento e harmonização dos requisitos de organização dos deveres de conduta aplicáveis a intermediários financeiros e um regime de transparência relativo a transações potenciais e efetivas em instrumentos de capital¹.

A principal fonte neste domínio, atualmente, é a Diretiva 2014/65/UE (DMIF II) – *Markets in Financial Instruments Directive II* –, que estabelece regras para a prestação de serviços de investimento por parte de empresas de investimento, bem como requisitos

¹ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, A Diretiva Dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Uma Leitura Guiada, in <https://www.caixabi.pt/media/27683/dmif-uma-leitura-guiada.pdf>

relacionados com a organização interna, conduta de mercado e, especialmente, a governação de produtos.

Há um outro ato legislativo de relevo quanto a esta matéria: o Regulamento (UE) 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014. Não é um complemento à DMIF, mas sim um verdadeiro instrumento paralelo de regulação da mesma matéria. Assim, a DMIF II e o Regulamento 600/2014 (UE) devem ser interpretados em conjunto para se chegar ao quadro-geral da regulação dos mercados financeiros e governação de produtos no espaço europeu.

Como resulta do considerando 7 da DMIF II² e do considerando 3 do Regulamento³, estes dois atos legislativos constituem a base da regulação em vigor em matéria dos mercados financeiros e *product governance*. Deve ser feita uma interpretação em conjunto de ambos os diplomas, não sendo complementos um do outro, mas sim instrumentos paralelos de regulação da mesma matéria.

Para além destes dois diplomas, existem também os atos delegados⁴ emanados pela Comissão Europeia. Há que destacar, neste âmbito, a Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016. Esta, ao contrário do que foi explicado em relação ao Regulamento, é um complemento à DMIF II, constituindo um ato legislativo de segundo nível, tendo como objetivo clarificar, detalhar e complementar o regime desenhado na DMIF II.

Ainda no plano de atos legislativos europeus de segundo nível, existe também o Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016. Este tem o objetivo de complementar a DMIF II relativamente 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”, sendo particularmente relevante por conter disposições específicas sobre o processo de aprovação de produtos, definição e revisão do mercado-alvo, e deveres de cooperação entre produtores e distribuidores.

No âmbito do ordenamento jurídico nacional, quer o Regulamento (UE) 600/2014, quer o Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão têm eficácia plena, nos termos do artigo 288.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Já a DMIF II, com os seus aditamentos, foi transposta pela Lei n.º 35/2018 para o ordenamento jurídico nacional, que procedeu a importantes alterações no Código dos Valores Mobiliários⁵.

Também a ESMA tem um papel importante, que será tratado mais adiante⁶.

² Considerando 7 da DMIF II.

³ Considerando 3 da DMIF II.

⁴ Artigo 290.º do Tratado do Funcionamento da União Europeia.

⁵ Para uma análise mais aprofundada sobre as alterações efetuadas na legislação nacional, veja-se: <https://www.servulo.com/pt/investigacao-e-conhecimento/A-transposicao-da-DMIF-II-para-a-ordem-juridica-portuguesa-Lei-n-352018-de-20-de-julho/6253/>

⁶ Veja-se o ponto 4 do presente trabalho.

1.2. Finalidade do Regime

Em 2007, porém, ocorre um evento geracional: a crise financeira do *subprime*. Esta expôs as fragilidades dos mercados financeiros sendo uma das causas apontadas para a sua origem a promoção e divulgação de produtos financeiros altamente complexos, para responder à procura de alta rentabilidade sem haver, porém, uma adequada análise do risco⁷. Nesse sentido, a primeira diretiva DMIF revelou-se insuficiente para prevenir práticas abusivas ou inadequadas na conceção e distribuição de produtos financeiros. Na verdade, a crise expôs não apenas falhas de mercado, mas também desequilíbrios sistémicos, uma regulação pouco eficaz, supervisão insuficiente e fraco controlo macroeconómico. Perante este cenário, tornou-se evidente que a simples acumulação de normas não seria suficiente e, por isso, era necessário repensar a forma como os produtos financeiros eram desenvolvidos e colocados no mercado.

O regime de governação de produtos constitui um dos seus pilares fundamentais, ao exigir que os instrumentos financeiros sejam desenhados com base nas características, objetivos e necessidades do público-alvo a que se destinam, e que a sua distribuição seja feita de forma compatível com esse perfil. Para alcançar os objetivos para os quais foi desenvolvida esta diretiva impõe deveres jurídicos não apenas aos produtores, mas também aos comercializadores de produtos financeiros.

Deste modo, a finalidade do regime vai para além da simples enunciação de metas regulatórias ou do reforço técnico de deveres: visa alterar estruturalmente a lógica de funcionamento dos mercados financeiros, recentrando-a nos interesses do investidor. A DMIF II representa, assim, um verdadeiro ponto de viragem, na medida em que introduz uma abordagem mais proativa e preventiva, obrigando os intervenientes no mercado a uma reflexão prévia e contínua sobre a adequação dos produtos aos clientes a que se destinam. Não se trata apenas de responder a uma crise passada, mas de instaurar um novo paradigma regulatório, onde a transparência, a responsabilidade e a confiança passem a ser os pilares centrais da interação entre os operadores do mercado e os seus clientes. Ao vincular tanto os produtores quanto os comercializadores a deveres jurídicos concretos e contínuos, pretende-se evitar a repetição dos erros do passado e garantir uma proteção mais efetiva, equilibrando a inovação financeira com prudência.

2. A governação de produtos financeiros – linhas gerais do regime

2.1. Âmbito objetivo e subjetivo do regime

⁷ SANTOS MATIAS, TIAGO (2019). *Product governance*: breve incursão pelas novas regras de governação de produto da DMIF II. Revista de Direito das Sociedades, XI, 231-248, pp. 1-3, disponível em: <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/product-governance-breve-incursao-pelas-novas-regras-de-governacao-de-produto-da-dmif-ii>

A regulação da governação de produtos tem como sujeitos finais as entidades que, no âmbito da sua atividade, produzem e distribuem serviços de investimento. Os instrumentos financeiros, na sua generalidade, não são distribuídos ou apresentados ao mercado diretamente pelos seus emitentes, mas sim através de intermediários. Desta forma, para a finalidade nuclear do tema em exposição ser cumprida, é necessário que estes também se encontrem adstritos, em geral, às mesmas regras que aqueles. Olhando para o artigo 1.º da DMIF II cumpre destacar, em primeiro lugar e relativamente ao âmbito subjetivo em razão do território, que é necessário existir um elo de ligação com a União Europeia.

Quanto ao âmbito subjetivo em razão da natureza, aplica-se às empresas de investimento, definidas como “qualquer pessoa coletiva cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividade de investimento a título profissional”. No entanto, os Estados-Membros poderão incluir nesta definição empresas que não sejam pessoas coletivas desde que cumpram certos requisitos⁸.

E, ainda neste ponto, às empresas que forneçam serviços ou exercem atividades de investimento: receção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros; execução de ordens em nome de clientes; negociação por conta própria; gestão de carteiras; consultoria para investimento; tomada firma de instrumentos financeiros e/ou colocação de instrumentos financeiros com garantia; colocação de instrumentos financeiros sem garantia; exploração de MTF, exploração de OTF⁹.

O âmbito objetivo da DMIF II são serviços e atividades de investimento, apresentados no anexo I, secção A e secção C da mesma¹⁰. Consideramos que a enumeração efetuada em ambos deve ser considerada taxativa, visto que abrange uma grande variedade de serviços e atividades, assim como de instrumentos financeiros e, de um ponto de vista de celeridade e eficiência, parece-nos que o legislador pretendeu, deliberadamente, excluir os poucos serviços aqui não abrangidos do regime em análise. Estas atividades ou serviços têm, no entanto, que ser prestadas de forma regular e de forma profissional. Desta forma, a Diretiva não abrange nem quem pratica as atividades de forma meramente esporádica ou não profissional¹¹. Encontra-se também excluído quem fornece serviços de investimento de forma esporádica no âmbito da sua atividade profissional, desde que esta seja regulamentada e não proíba, a título auxiliar, a prestação de serviços de investimento¹².

⁸ O regime jurídico garanta aos interesses de terceiros um nível de proteção equivalente ao assegurado pelas pessoas coletivas e que sejam objeto de supervisão prudencial equivalente adequada à sua forma jurídica, nos termos do artigo 4.º, número 1, alínea 1) da DMIF II.

⁹ Veja-se o Anexo I, Secção A da DMIF II, assim como o artigo 290.º do CVM, alterado em conformidade com a Diretiva objeto de estudo.

¹⁰ Artigo 4.º, n.º 1, alínea 2) da DMIF II.

¹¹ Considerando 12 da DMIF II.

¹² Considerando 30 da DMIF II.

2.2. Âmbito temporal do regime

Desde a sua origem o regime não se limitou a impor obrigações num momento único e isolado – como aquando da criação do produto –, mas estabeleceu um conjunto de deveres com carácter permanente e dinâmico, tanto para os produtores como para os distribuidores. Isto significa que as entidades envolvidas na cadeia de valor do produto devem realizar revisões regulares para assegurar que os produtos continuam a ser adequados ao público-alvo definido, tendo em conta as alterações de contexto, do mercado ou do perfil dos investidores.

Na verdade, o âmbito temporal deve ser entendido não apenas em termos do seu início, da sua fase de conceção ou lançamento do produto, mas como um processo contínuo de monitorização e reavaliação ao longo de todo o ciclo de vida do instrumento financeiro. Este entendimento decorre do artigo 21.º da Diretiva DMIF II, que impõe às empresas de investimento – enquanto fabricantes ou distribuidoras – a obrigação de rever regularmente os produtos financeiros que oferecem ou recomendam, bem como os serviços que prestam, para verificar se estes continuam a servir os interesses do público-alvo previamente identificado.

Essa revisão periódica deve considerar eventos ou mudanças que possam afetar significativamente o risco potencial para os investidores, como alterações nas condições de mercado, atualizações regulamentares, mudanças no perfil dos clientes ou mesmo na estrutura do próprio produto. Tal exigência reforça a natureza dinâmica e preventiva do regime de governação de produtos, assegurando que a proteção do investidor não se esgota na adequação inicial, mas se estende ao longo do tempo, através de mecanismos de avaliação contínua da adequação, eficácia e risco dos produtos.

Assim, o âmbito temporal do regime de governação de produtos é estruturado sobre uma lógica de acompanhamento constante, em que a responsabilidade dos intervenientes se prolonga desde a fase de estruturação até à comercialização e manutenção dos produtos no mercado, o que exige uma atuação proativa e diligente por parte das entidades envolvidas.

2.3. O conceito de público-alvo

Um dos pilares fundamentais do regime de governação de produtos financeiros é a definição clara do conceito de público-alvo (também chamado de mercado-alvo ou *target market*). Este conceito traduz-se no perímetro do tipo de investidores a quem os produtos se destinam e é instrumental da obrigação, por parte das instituições financeiras, de proceder com clareza à sua identificação, assegurando que tanto a conceção, como a distribuição dos instrumentos financeiros estejam alinhados com as necessidades, objetivos e perfil de risco desses investidores.

A estratégia de distribuição deve, por conseguinte, refletir essa segmentação. Embora esta exigência se aplique universalmente, o grau de rigor varia conforme se trate de clientes

profissionais ou não profissionais ou contrapartes elegíveis¹³. Na verdade, certos produtos mais complexos ou com perfis de risco elevados podem ser considerados inadequados para o público em geral, sendo, por isso, restringidos ao segmento profissional¹⁴.

A este respeito, a ESMA (2018)¹⁵ reconhece que as exigências de governação podem ser mais flexíveis no caso dos clientes profissionais, dado o seu maior nível de sofisticação e experiência. Contudo, de forma a garantir a correta identificação do público-alvo, as entidades devem seguir os critérios estabelecidos¹⁶, os quais destacamos, nomeadamente: o tipo de cliente a que o produto se destina; o nível de conhecimento e experiência em matéria de investimentos; a situação financeira do cliente, especialmente no que respeita à capacidade para suportar perdas; a tolerância ao risco e a compatibilidade entre o perfil de risco do produto e o do cliente; os objetivos e necessidades específicas do investidor.

Importa sublinhar que esta abordagem não se limita a uma análise estatística ou quantitativa dos potenciais investidores¹⁷. Diferentemente dos testes de conveniência (*appropriateness*) ou de adequação (*suitability*), a definição do público-alvo pressupõe uma avaliação qualitativa e estruturada, centrada numa lógica preventiva que visa garantir, desde a origem do produto, a sua adequação¹⁸.

O mercado-alvo pode ser classificado em mercado-alvo potencial e mercado-alvo efetivo, consoante a natureza da informação utilizada no processo de identificação¹⁹. O mercado-alvo potencial deve ser determinado pelo produtor do instrumento financeiro, com base no seu conhecimento teórico e na experiência anterior com o instrumento em causa, ou com instrumentos de características semelhantes. Esta análise deve igualmente considerar as necessidades, características e objetivos dos clientes finais a que o produto se destina.

Na verdade, o produtor raramente mantém contacto direto com os investidores finais, e nesse sentido, a definição do público-alvo tende a basear-se em informações mais

¹³ CÂMARA, PAULO. (2008). *Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros*. pp. 299-324, disponível em: https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Direito_Sancionatorio_das_Autoridades_Reguladoras_PC2009.PDF

¹⁴ PETŘÍK, Vladimír & KOLOMAZNIK, Michal. (2024). *Product Governance Regime of MiFID II as the Managerial Application of the PDCA Cycle*, disponível em: https://www.researchgate.net/publication/380533593_Product_Governance_Regime_of_MiFID_II_as_the_Managerial_Application_of_the_PDCA_Cycle/link/6641dcb97091b94e9323974c/download?tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIn19

¹⁵ ESMA. (2018). *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_pt.pdf

¹⁶ ESMA (2023), *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf p.11.

¹⁷ *Ob. cit.* ESMA (2018), pp. 5-6.

¹⁸ SANTOS MATIAS, TIAGO (2019). *Product governance: breve incursão pelas novas regras de governação de produto da DMIF II*. Revista de Direito das Sociedades, XI, 231-248, disponível em: <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/product-governance-breve-incursao-pelas-novas-regras-de-governacao-de-produto-da-dmif-ii>

¹⁹ HOBZA, MARTIN & VONDRÁČKOVÁ, ANETA. (2018). *Target Market Under MiFID II: The Distributor's Perspective*. SSRN Electronic Journal, pp. 4-5.

genéricas e abstratas, apresentando um nível de detalhe inferior ao utilizado pelos distribuidores, que lidam diretamente com os clientes.

Além disso, como já avançado, a complexidade do instrumento financeiro é um fator determinante na precisão da definição do mercado-alvo potencial: quanto mais complexo e arriscado for o produto, maior será o grau de especificidade exigido na identificação do seu público. Por outro lado, instrumentos mais simples poderão justificar uma identificação mais ampla e genérica do seu público-alvo, em função do menor nível de risco e sofisticação.

Com efeito, a governação de produtos passa a funcionar como um instrumento de proteção do investidor desde o início da cadeia de valor, impondo aos produtores a responsabilidade de conceber produtos que respondam a necessidades concretas e reais dos clientes. Trata-se de uma mudança significativa, que procura colocar o investidor — os seus interesses, características e objetivos — no centro da atuação das empresas de investimento.

3. Deveres jurídicos respeitantes à governação de produtos financeiros

O regime *product governance* é constituído por dois grupos de sujeitos principais: os produtores (*manufacturers*) e os distribuidores (*distributors*). Esta distinção é importante pois, embora vinculados ao fim comum de proteção do consumidor final, possuem deveres jurídicos distintos.

3.1. Deveres jurídicos do produtor dos produtos

Nenhum dos diplomas supramencionados avança com uma definição de “produtor”. Assim, recorremos à que se encontra no relatório final da ESMA/2014/1569, que define a figura como aquele que “cria, desenvolve, emite ou concebe novos produtos”²⁰.

Da definição de produtor adotada pode-se retirar a existência de múltiplas fases na conceção de produtos em sentido amplo: a fase de criação, a fase em que o produtor determina as suas características; a fase de aprovação, momento em que se testa a adequação destas ao seu público-alvo; e a fase de distribuição, quando o produto é lançado para o mercado. Vejamos os deveres dos produtores em cada uma delas.

Na fase de criação do produto, o ponto de partida é a identificação dos clientes finais para cada produto, delimitando a já tratada figura do mercado-alvo. Esta identificação deve ser feita na positiva – conjunto de clientes que são compatíveis com as características do

²⁰ Relatório final da ESMA/2014/1569, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, p. 55.

produto – mas também na negativa – conjunto de clientes que não são compatíveis com as características do produto²¹.

Devem também, nesta fase, estabelecer, aplicar e manter “procedimentos e medidas para assegurar que a produção de instrumentos financeiros seja conforme com os requisitos de gestão adequada de conflitos de interesses”²². E, por último, assegurar que o instrumento financeiro não ira afetar de forma negativa nem os clientes finais individualmente considerados nem a integridade do mercado²³.

O principal dever na fase da aprovação do produto resulta diretamente da Diretiva DMIF II, mais concretamente do seu artigo 16.º, n.º 3 “uma empresa de investimento que produza instrumentos financeiros (...) mantém, aplica e revê o processo para a aprovação de cada instrumento financeiro e para as adaptações significativas de instrumentos financeiros existentes”.

A primeira nota a retirar é que os deveres inerentes a este momento não se circunscrevem apenas a novos produtos, mas também àqueles que, já existentes, sofram adaptações significativas.

Neste processo, deve ser realizada uma análise do mercado-alvo, de forma a identificar os seus riscos e, numa fase subsequente, organizar uma estratégia de distribuição coerente com as características desse mercado.²⁴ Como já foi referido, este dever estende-se para a própria vida do produto, devendo ser feita uma revisão periódica dos instrumentos financeiros já oferecidos ou comercializados²⁵. Este dever encontra-se também plasmado na Diretiva Delegada 2017/593, no seu artigo 9.º, n.º 15. Olhando para esta, deve também ser feita uma análise prévia de possíveis cenários negativos para os seus clientes, não só para perceber as suas consequências, mas também para identificar possíveis causas²⁶.

Ainda nesta fase, mas destacando agora as disposições da Diretiva Delegada 2017/593, é exigido às empresas de investimento que façam o já mencionado juízo de adequação entre as características dos produtos e as características do mercado-alvo, avançado com um elenco meramente exemplificativo de elementos que devem ser tidos em conta: coesão do perfil de risco com o mercado-alvo; características dos instrumentos financeiros beneficiam os clientes e não dependem dos seus maus resultados para a sua rentabilidade²⁷.

Por fim, na fase de distribuição, os produtores devem fornecer aos distribuidores toda a informação relevante sobre os instrumentos financeiros em causa e, ainda, que os produtos são efetivamente distribuídos para os mercados para os quais foram pensados²⁸.

²¹ Artigo 9.º, n.º 9 da Diretiva Delegada 2017/593 e artigo 309.º-J, n.º 3, alínea a) do CVM.

²² Artigo 9.º, n.º 2 da Diretiva Delegada 2017/593 e artigo 309.º-J, n.º 3, alínea d) do CVM e art. 309.º-J, n.º 5 do CVM.

²³ Artigo 9.º, n.º 2 da Diretiva Delegada 2017/593 e artigo 309.º-J, n.º 3, alínea b) do CVM. .

²⁴ Artigo 16.º, n.º 3, 3.º parágrafo da DMIF II e artigo 309.º-J, n.º 4, alínea a) do CVM.

²⁵ Artigo 16.º, n.º 3, 4.º parágrafo da DMIF II, artigo 309.º-J, n.º 2 e art. 309.º-L do CVM .

²⁶ Artigo 9.º, n.º 10 da Diretiva Delegada 2017/593 e art. 309.º-J, n.º 4, alínea c) do CVM.

²⁷ Artigo 9.º, n.º 11 da Diretiva Delegada 2017/593 e art. 309.º-J, n.º 4, alínea d) do CVM.

²⁸ Artigo 24.º, n.º 2, primeiro parágrafo da DMIF II e art. 309.º-N do CVM..

Ainda no âmbito da disciplina dos produtores, caso duas entidades separadas atuem em conjunto para criar, desenvolver ou emitir produtos financeiros, estas devem conceder publicidade à sua atividade concertada através de um acordo escrito que descreva as suas responsabilidades mútuas²⁹.

3.2. Deveres jurídicos dos comercializadores

Cabe-nos agora olhar para os deveres que recaem sobre os comercializadores (ou também designados de distribuidores) dos produtos. Na verdade, o compromisso de atuação do distribuidor em conformidade com o mercado-alvo definido pelo produtor inicia-se, muitas vezes, ainda antes da celebração de qualquer contrato específico de distribuição.

De facto, a identificação prévia do público ou segmento de clientes a quem o distribuidor pretende dirigir-se implica, quase inevitavelmente, que a construção da sua estratégia comercial envolva a escolha criteriosa do conjunto de produtos e serviços a disponibilizar, mesmo antes de formalizar uma parceria de distribuição concreta. Contudo, mais do que uma mera definição inicial, os distribuidores encontram-se obrigados a garantir uma distribuição contínua e alinhada com o mercado-alvo estabelecido, devendo assegurar que os produtos oferecidos correspondem às necessidades, características e objetivos específicos dos investidores³⁰. Ou seja, a pertença ao mercado-alvo não basta por si só para legitimar a recomendação: é indispensável que a distribuição do produto represente, de facto, a solução mais ajustada ao perfil e aos interesses do cliente³¹. Neste contexto, o dever de diligência do distribuidor ganha uma dimensão acrescida: não se trata apenas de cumprir uma formalidade documental, mas de exercer um juízo ponderado e fundamentado sobre a adequação do produto a cada situação concreta, à luz do princípio da proteção do investidor.

Por outro lado, quando os distribuidores oferecem ou recomendam instrumentos financeiros que não foram por si desenvolvidos, estes são obrigados a dispor de mecanismos eficazes que lhes permitam aceder a informação suficiente e adequada, de modo a compreender os produtos em causa. Esta exigência aplica-se igualmente aos serviços que possam estar associados à comercialização. Importa salientar que, nos casos em que a mesma entidade atua simultaneamente como produtor e distribuidor, é suficiente a realização de uma única avaliação do público-alvo³², o que evidencia uma abordagem integrada e racional do regime³³.

No caso de produtos concebidos por entidades não sujeitas à DMIF II, como por exemplo instituições localizadas fora da União Europeia³⁴, os distribuidores devem tomar todas as

²⁹ Artigo 9.º, n.º 8 da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 e artigo 309.º-M, n.º 4 do CVM.

³⁰ Artigo 24.º, n.º 2 da DMIF II e art. 309.º-K, n.º 2, alínea a) do CVM..

³¹ BRENNCKE, Martin (2017). Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II. pp. 20-21 e artigo 309.º-K, n.º 2, alínea b) do CVM.

³² Artigo 10.º, n.º 2, parágrafo 4 da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 e artigo 309.º-K, n.º 3, iii) do CVM.

³³ BRENNCKE, Martin (2017). *Ob. cit.* p. 20

³⁴ LATHAM & WATKINS LLP. (s.d.). *Quick start guide: MiFID II product governance*.

medidas razoáveis para obter dados fiáveis e relevantes, garantindo o cumprimento das normas aplicáveis³⁵.

Assim, encontramos no artigo 24.º da Diretiva o dever de prestar informação aos investidores. Esta disposição estabelece que as empresas de investimento devem atuar de forma honesta, equitativa e profissional, assegurando que as informações prestadas aos clientes sejam claras, completas e facilmente compreensíveis, sem omissões ou distorções que possam induzi-los em erro³⁶. Os distribuidores devem garantir que os clientes compreendem a natureza e os riscos dos instrumentos financeiros oferecidos³⁷, sendo essa uma condição essencial para a tomada de decisões de investimento informadas. Este dever cruza-se diretamente com os princípios de *know your client* e *know your product*, estabelecendo uma ligação entre o dever de conhecer o cliente, o dever de compreender o produto e a necessidade de traduzir esse conhecimento numa comunicação eficaz.

Além disso, quando o distribuidor integra uma cadeia de comercialização mais extensa, tem a responsabilidade de assegurar a transmissão da informação essencial ao próximo intermediário ou ao distribuidor final³⁸. Do mesmo modo, deve possibilitar que o produtor do instrumento financeiro obtenha *feedback* sobre a forma como os produtos estão a ser efetivamente vendidos e recebidos pelo mercado.

Já nos termos do artigo 23.º da Diretiva 2014/65/UE, as empresas de investimento devem adotar políticas eficazes para identificar as situações em que possam surgir conflitos entre os interesses da própria empresa, dos seus colaboradores e os dos seus clientes.

Em matéria de distribuição de instrumentos financeiros, esta obrigação adquire particular relevância. Os distribuidores devem garantir que a seleção de produtos, a definição da estratégia de distribuição e a recomendação a clientes não estão condicionadas por incentivos comerciais, comissões ou outros interesses que possam comprometer a imparcialidade do aconselhamento ou da oferta. A governação de produtos exige, por isso, que os distribuidores avaliem se um determinado produto pode criar incentivos que conflituem com os deveres de agir no melhor interesse do cliente. Cabe aqui destacar o aludido artigo 34.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565, referindo que as empresas de investimento devem implementar uma política eficaz em matéria de conflitos de interesse, adequada à sua dimensão e à complexidade das suas atividades. Esta política deve prever mecanismos que assegurem que os interesses próprios do distribuidor ou de terceiros não se sobrepõem aos interesses dos clientes. Na verdade, a obrigação mencionada reforça o papel do comercializador enquanto guardião da proteção do investidor, impondo-lhe uma atuação diligente, transparente e livre de influências indevidas ao longo de todo o ciclo de vida do produto financeiro.

³⁵ FORBES-COCKELL, C. (2017). *MiFID II: Product governance*. Linklaters LLP, pp.3-4, disponível em: https://www.linklaters.com/-/media/files/insights/2017/december/us_mifid_ii_product_governance.ashx?hash=37FC67FAE6CEB2F62B6350AD98C61452EBEA1396&la=en&rev=46cf621e-196d-4b05-8a80-c0065986d226

³⁶ Veja-se o artigo 44.º do Regulamento Delegado (EU) 2017/565.

³⁷ Veja-se o artigo 48.º do Regulamento Delegado (EU) 2017/565.

³⁸ DECHERT LLP. (s.d.). *MiFID II – Product governance*.

Por fim, outro dever essencial dos comercializadores prende-se com a necessidade de proceder a uma revisão periódica dos produtos que distribuem. Esta análise deve ter em conta qualquer alteração relevante que possa afetar os riscos dos produtos ou a sua adequação ao mercado-alvo previamente definido. O objetivo é garantir que os produtos continuam a satisfazer as necessidades, características e objetivos dos clientes aos quais se destinam³⁹.

4. Processo de gestão e supervisão de produtos financeiros

Embora os deveres concretos de produtores e distribuidores estejam detalhadamente previstos nas normas de governação de produtos, importa agora analisar como esses deveres se inserem num sistema mais alargado de gestão e supervisão contínua a nível organizacional. Na verdade, a gestão eficaz de produtos não se limita à sua conceção e distribuição inicial, mas integra-se num processo estruturado e dinâmico, que deve estar devidamente articulado com os sistemas internos de *compliance*, controlo de risco e auditoria interna.

A proteção do consumidor final / investidor e tutela da estabilidade do mercado, para além da faceta regulatória prévia e de organização, requer, como já foi afluado, um acompanhamento permanente e, sobretudo, a possibilidade de reagir a situações de incumprimento. Os produtos financeiros, inseridos no universo do setor financeiro europeu, estão sobre a jurisdição do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) e, mais especificamente, da ESMA (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e Mercados), criada pelo Regulamento n.º 1095/2010, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 1 de janeiro de 2010.

A ESMA tem o dever de observar e comunicar tendências de consumo, dada a importância do conceito de mercado-alvo. Em 2023, a ESMA atualizou as suas orientações sobre *product governance*, originalmente emitidas em 2017, incorporando a sustentabilidade e integrando conclusões da Ação Comum de Supervisão de 2021. O relatório resultante, elaborado em cooperação com autoridades nacionais, avaliou a aplicação da DMIF II e dos atos complementares nos Estados-Membros, revelando que, embora a identificação do mercado-alvo fosse feita formalmente segundo as diretrizes da ESMA, esta era frequentemente insuficiente e nem sempre acompanhada por estratégias de distribuição adequadas, contrariando os requisitos da DMIF II. Este quadro jurídico reforça a vigilância contínua por parte das autoridades, promovendo uma evolução dinâmica e adaptativa do regime. Em Portugal, a autoridade nacional competente é a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários⁴⁰.

Há aqui que mencionar o já referido Regulamento (UE) n.º 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que confere às autoridades nacionais e à

³⁹ Veja-se o artigo 16.º, n.º 3, parágrafo 2 da DMIF II.

⁴⁰ Veja-se o artigo 353.º do Código dos Valores Mobiliários.

ESMA o poder de intervir nos produtos financeiros⁴¹. O artigo 39.º do Regulamento⁴², nos seus números 1 e 3, atribui a competência de controlo do mercado de instrumentos financeiros comercializados na União Europeia à ESMA e, em cada Estado-Membro, às autoridades nacionais competentes, respetivamente. Este controlo traduz-se na possibilidade de “proibir ou restringir a comercialização, distribuição ou venda de determinados instrumentos financeiros ou de instrumentos financeiros com determinadas características específicas; ou um determinado tipo de atividade ou prática financeira”⁴³. No entanto, o grau deste poder é distinto consoante seja aplicado pela ESMA ou pelas autoridades nacionais competentes, visto que a primeira apenas pode aplicar os mencionados constrangimentos de forma temporária como resulta expressamente da epígrafe do artigo 41.º do Regulamento, assim como do seu número 1. Já para as autoridades nacionais competentes, essa limitação não existe, no entanto, as mesmas apenas podem impor uma proibição ou restrição caso tenha entregue os dados previstos no artigo 42.º, n.º 3 à ESMA (e outras autoridades competentes).

Para o *product intervention* ter lugar é ainda necessário que estejam reunidas algumas condições. No caso de intervenção da ESMA, é necessário que, cumulativamente, esteja em causa a proteção dos investidores ou o funcionamento dos mercados; os requisitos regulamentares não responderam à ameaça e, ainda, que as autoridades competentes não tenham tomado medidas para responder à mesma (tendo esta intervenção carácter subsidiário)⁴⁴. É ainda necessário que a medida proposta não tenha efeitos negativos e desproporcionais sobre a eficiência dos mercados ou sobre os investidores e não crie arbitragem regulamentar⁴⁵.

Para aplicação por parte das autoridades nacionais, os requisitos são semelhantes sendo de notar o seguinte: basta a existência de um juízo de “motivos razoáveis”⁴⁶ quanto à verificação das condições; não pode ter um efeito discriminatório sobre os serviços ou atividades de outros Estados-Membros, tendo os que forem afetados pela medida de ser consultados⁴⁷.

Em suma, a governação de produtos financeiros exige uma abordagem integrada e contínua, articulando-se com os sistemas internos de controlo e supervisão. A atuação da ESMA e das autoridades nacionais, com poderes de intervenção, reforça a proteção dos

⁴¹ SANTOS MATIAS, TIAGO (2019). *Product governance*: breve incursão pelas novas regras de governação de produto da DMIF II. Revista de Direito das Sociedades, XI, 243-244, disponível em: <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/product-governance-breve-incursao-pelas-novas-regras-de-governacao-de-produto-da-dmif-ii>

⁴³ Artigo 40.º, n.º 1, para a ESMA e artigo 42.º, n.º 1, para as autoridades nacionais competentes, do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

⁴⁴ Artigo 40.º, n.º 2, para a ESMA e artigo 42.º, n.º 1, para as autoridades nacionais competentes, do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

⁴⁵ Artigo 40.º, n.º 3, para a ESMA e artigo 42.º, n.º 1, para as autoridades nacionais competentes, do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

⁴⁶ Artigo 42.º, n.º 2, para a ESMA e artigo 42.º, n.º 1, para as autoridades nacionais competentes, do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

⁴⁷ Artigo 42.º, n.º 2, para a ESMA e artigo 42.º, n.º 1, para as autoridades nacionais competentes, do Regulamento (UE) n.º 600/2014.

investidores e a estabilidade do mercado, assegurando uma resposta eficaz a riscos emergentes.

5. Desafios e perspectivas futuras

Como já defendido anteriormente, a governação de produtos financeiros, tal como prevista no regime da DMIF II e no Regulamento Delegado (UE) 2017/565, representa, sem dúvida, um avanço significativo na proteção dos investidores e na responsabilização das entidades intervenientes no ciclo de vida dos instrumentos financeiros. No entanto, a sua implementação continua a enfrentar desafios práticos e conceptuais que exigem uma reflexão crítica e um esforço contínuo de adaptação por parte dos operadores de mercado e das autoridades de supervisão. Um dos principais desafios reside na articulação eficaz entre produtores e distribuidores, especialmente quando operam em jurisdições distintas ou quando nem todos os intervenientes estão sujeitos ao regime DMIF II. Nestes casos, a obtenção e a partilha de informação essencial para a definição e revisão do público-alvo podem revelar-se insuficientes, o que compromete a coerência da distribuição e a proteção do investidor. Acresce ainda a complexidade associada à identificação e atualização contínua do mercado-alvo. Por outro lado, a natureza dinâmica dos mercados financeiros e o perfil em constante evolução dos investidores exigem mecanismos de revisão regulares, os quais, na prática, nem sempre são aplicados com o rigor necessário.

Além disso, a articulação entre os deveres de avaliação de adequação e a definição do mercado-alvo continua a levantar dificuldades práticas, especialmente na chamada “zona cinzenta”⁴⁸, onde a compatibilidade entre produto e cliente não é totalmente clara. Neste contexto, há um risco de o cumprimento formal dos requisitos se sobrepor à análise substancial da adequação e dos interesses do investidor. Por fim, a evolução tecnológica e o crescimento da distribuição digital colocam novas exigências à supervisão, exigindo ferramentas de monitorização em tempo real e maior interoperabilidade entre autoridades nacionais.

Cabe ainda salientar que um dos desafios mais relevantes, prende-se com a inconsistência entre o regime de governação de produtos previsto na DMIF II, e os requisitos informativos do Regulamento PRIIPs. Embora se possa assumir que instituições sujeitas à DMIF II utilizem o processo de definição do mercado-alvo também na elaboração do *Key Information Document* (KID), não existe, na prática, uma ligação normativa formal entre ambos os regimes. Esta desconexão gera consequências preocupantes: a possibilidade de existirem descrições do público-alvo de baixa qualidade por parte de fabricantes não sujeitos à DMIF II; a ausência de comparabilidade entre produtos semelhantes, devido à utilização de procedimentos de governação divergentes; e, ainda, a existência de descrições contraditórias do mercado-alvo por diferentes distribuidores do mesmo produto, sobretudo quando estes dependem exclusivamente das informações

⁴⁸ Sobre este tema: HOBZA, MARTIN & VONDRÁČKOVÁ, ANETA. (2018). *Target Market Under MiFID II: The Distributor's Perspective*. SSRN Electronic Journal, pp. 7.

limitadas constantes no KID⁴⁹. Tal fragmentação compromete o objetivo de harmonização e transparência que ambos os regimes pretendem alcançar.

Em suma, importa não perder de vista o equilíbrio entre proteção e acesso ao mercado. Um regime excessivamente restritivo pode levar à exclusão de produtos inovadores ou de investidores, criando um sistema que, sob o pretexto de proteger, acaba por limitar a diversidade e a concorrência. A governação de produtos não deve servir apenas para “evitar riscos”, mas também para avaliar e gerir oportunidades — com base em informação clara, responsabilidade partilhada e supervisão inteligente. O verdadeiro desafio será assegurar que a sofisticação do quadro regulatório não comprometa a sua aplicabilidade e efetividade, mantendo o equilíbrio entre inovação financeira e proteção do investidor.

6. Conclusão

O regime de governação de produtos consagrado pela DMIF II representa uma mudança de paradigma na forma como os instrumentos financeiros são concebidos, promovidos e distribuídos. Na verdade, a sua finalidade ultrapassa a mera imposição de deveres formais, visando assegurar que os produtos oferecidos aos investidores sejam adequados ao seu perfil, interesses e necessidades — o que implica um compromisso constante com a qualidade, a transparência e a responsabilidade por parte das entidades envolvidas.

Ao impor obrigações tanto aos produtores como aos distribuidores, o regime procura garantir a coerência entre o processo de desenvolvimento dos produtos e a sua efetiva distribuição no mercado. Além do mais, a exigência de identificação de um público-alvo positivo e negativo, a monitorização contínua da adequação dos produtos e a implementação de mecanismos de prevenção de conflitos de interesse demonstram a natureza preventiva e dinâmica desta regulamentação.

Contudo, persistem alguns desafios significativos. A fragmentação regulatória entre regimes como a DMIF II e o PRIIPs, a ausência de obrigações uniformes para entidades de países terceiros e a falta de harmonização em determinados tipos de produtos financeiros comprometem a eficácia do modelo europeu de governação de produtos. Além disso, a complexidade do regime pode, por vezes, diluir a sua aplicabilidade prática e desincentivar uma abordagem verdadeiramente centrada no investidor.

Nesse sentido, as perspetivas futuras devem passar por uma reflexão crítica sobre a articulação entre diferentes regimes legais, o alargamento da aplicação das normas de governação de produtos a todos os intervenientes relevantes e o reforço da supervisão efetiva. Só assim será possível concretizar plenamente os objetivos subjacentes à DMIF II: a proteção dos investidores e a integridade dos mercados financeiros.

⁴⁹ COLAERT, VEERLE A., (2019). *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, pp. 8-9, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3455413>

Por fim, importa destacar que a eficácia do regime de governação de produtos assenta numa articulação coerente entre o dever de conhecimento do produto (know your product) e o dever de conhecimento do cliente (know your client), ambos reforçados pelo dever de prestação de informação clara, adequada e atempada aos investidores, sejam eles potenciais ou efetivos e pelos deveres de adequação e os deveres organizativos de controlo interno. Este acervo de deveres constitui o núcleo funcional do modelo de proteção consagrado na DMIF II..

Bibliografia

BUSCH, DANNY. (2017). *MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets*, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3086604

BRENNCKE, Martin (2017). *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules*, Arts 21-30 MiFID II, disponível em: <https://download.ssrn.com/>

CÂMARA, PAULO. (2008). *Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros*, disponível em: https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Direito_Sancionatorio_das_Autoridades_Reguladoras_PC2009.PDF

COLAERT, VEERLE A., (2019). *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?* disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3455413>

Dechert LLP. (s.d.). *MiFID II – Product governance*, disponível em: https://www.dechert.com/content/dam/dechert_files/knowledge/hot-topics/mifid-ii/MiFID_II_-_Product_governance.pdf

European Banking Authority (2016). *Orientações relativas aos procedimentos de governação e monitorização de produtos bancários de retalho*, disponível em: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/1412678/0534e9af-98ca-404b-accf-d33d9700d353/EBA-GL-2015-18_Guidelines_on_product_oversight_and_Governance_PT.pdf

ESMA. (2018). *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_pt.pdf

ESMA. (2023). *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf

FORBES-COCKELL, C. (2017). *MiFID II: Product governance*. Linklaters LLP, disponível em: https://www.linklaters.com/-/media/files/insights/2017/december/us_mifid_ii_product_governance.ashx?hash=37FC67FAE

[6CEB2F62B6350AD98C61452EBEA1396&la=en&rev=46cf621e-196d-4b05-8a80-c0065986d226](https://www.researchgate.net/publication/326855817_Target_Market_Under_MiFID_II_The_Distributor's_Perspective)

HOBZA, MARTIN & VONDRÁČKOVÁ, ANETA. (2018). *Target Market Under MiFID II: The Distributor's Perspective*. SSRN Electronic Journal, disponível em: https://www.researchgate.net/publication/326855817_Target_Market_Under_MiFID_II_The_Distributor's_Perspective

LATHAM & WATKINS LLP. (s.d.). *Quick start guide: MiFID II product governance*, disponível em: https://www.lw.com/admin/Upload/Documents/Quick-Start-Guide-MiFID-II-product-governance_4.pdf

SANTOS MATIAS, TIAGO (2019). *Product governance: breve incursão pelas novas regras de governação de produto da DMIF II*. Revista de Direito das Sociedades, XI, 231-248, disponível em: <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/product-governance-breve-incursao-pelas-novas-regras-de-governacao-de-produto-da-dmif-ii>

SANTOS MATIAS, TIAGO (2022). *Product governance 2.0: Evolução ou regressão, eis a questão?* In *Temas de direito bancário e valores mobiliários*. Almedina.