A Exceção da Solicitação Inversa

Constança da Cunha Madeira

constancadacunha@hotmail.com

Simão Pereira da Silva

pereiradasilva.simao@gmail.com

Working Paper N.º 07/2026

Novembro 2026

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 their authors.

Sumário: **1.** Introdução; **2.** Breve enquadramento sobre a prestação de serviços de investimento; **3.** A exceção de solicitação inversa no regime europeu e em Portugal; **3.1.** Conceito - requisitos; **3.2.** MiFID, MiFIR, REI e CVM; **3.3.** MiCAR; **3.4.** CRD VI; **4.** Solicitação inversa- uma figura unitária?; **5**. Consequências para o abuso da exceções de solicitação inversa; **6.** Apreciação crítica; **7.** Bibliografia.

Abstract:

This paper analyses the reverse solicitation exemption in European financial law, as a mechanism allowing third-country firms to provide financial services within the European Union without prior authorization. It examines the regulation of the exemption under MiFID II, MiCAR and CRD VI, as well as its requirements, limits and legal consequences. The paper also discusses whether reverse solicitation may be regarded as a unitary legal concept under EU law. It concludes that the mechanism consists of distinct regulatory carve-outs adapted to different legal regimes. Finally, the paper offers a critical assessment of the exemption, particularly regarding investor protection and the integrity of the Single Market.

Keywords: Reverse Solicitation; MiFID II; MiCAR; CRD VI; Financial Services; Third-Country Firms; Investor Protection; Single Market.

Glossário:

CVM — Código dos Valores Mobiliários

CRD — *Capital Requirements Directive* (Diretiva de Requisitos de Fundos Próprios)

DMIF — Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (mais conhecida pela sigla inglesa MiFID) — *atualmente na versão DMIF II*.

ESMA — *European Securities and Markets Authority* (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

MiCAR — *Markets in Crypto-Assets Regulation* (Regulamento dos Mercados de Criptoativos).

OIC — Organismo de Investimento Coletivo

RDMIF — Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros (mais conhecido pela sigla inglesa MiFIR).

REI — Regime de Empresas de Investimento

TFUE — Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

UE — União Europeia

1. Introdução

O mercado de produtos financeiros tem sido moldado por dois fatores, desde logo, a sempre presente digitalização que tem facilitado o acesso a esses produtos e a informação sobre os mesmos, o que tem contribuído, em grande medida, para o segundo fator, a sua democratização. Este acesso deixou de estar dependente do contacto direto com o prestador, sendo possível a qualquer pessoa obter os produtos e instrumentos financeiros mais distintos, das geografias mais distantes, em meros segundos.

Porém, a ausência de fronteiras nas relações expõe os cidadãos europeus a serviços prestados por entidades que operam fora do perímetro regulatório da União.[1] Perante este cenário, o legislador vê-se obrigado a encontrar um equilíbrio: se, por um lado, deve proteger o mercado interno - vedando a possibilidade de prestação de serviços a entidades não reguladas; por outro, não pode anular a autonomia do investidor que deve poder, por sua conta e risco, solicitar que lhe seja prestado determinado serviço, sem ver as suas opções restringidas em nome da segurança do Mercado Único.

O presente trabalho debruça-se sobre uma das mais recentes soluções legais apresentadas para esta tensão - as exceções de solicitação inversa.

2. Breve enquadramento sobre a prestação de serviços de investimento

A complexidade dos instrumentos financeiros implica que o acesso aos mercados e sistemas de negociação multilateral seja, necessariamente, intermediado[2], cabendo o exclusivo de exercício aos intermediários financeiros[3].

A estabilidade do mercado e a proteção dos investidores são fundamentais para promover a confiança - pilar sobre o qual assenta a funcionalidade do mercado.

A prestação de serviços na UE está condicionada à autorização prévia por parte da autoridade de supervisão – o *gatekeeper* do mercado[4]. Consequentemente, qualquer prestação de serviços desprovida de habilitação é proibida e pode subsumir-se a um crime[5].

Mas, como se compatibiliza a liberdade de mercado com esta exigência de autorização?

---

[1] Um caso emblemático foi o do *Brexit,* através do qual milhares de prestadores de serviços britânicos deixaram de estar legalmente habilitados a manter a relação comercial que tinham com os seus clientes continentais. Alguns procuraram na exceção de solicitação inversa uma manobra evasória ao regime regulatório. Tornou-se uma prática tão disseminada que a própria ESMA teve de esclarecer a ilicitude da sua conduta.
EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA) – *Reminder to firms of the MiFID II rules on 'reverse solicitation' in the context of the recent end of the UK transition period*. Public Statement, 13 de janeiro de 2021, ESMA35-43-2509. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2509_statement_on_reverse_solicitation.pdf. Consultado em: 26.04.2026

[2] Cfr. art. 53.º, n.º 3 da DMIF II e Arts. 206.º, n.º 1 e 317.º-H do CVM.

[3] Nos termos do n.º 3 do art.53.º da DMIF II, são admitidas ao mercado regulamentado as empresas de investimento, instituições de crédito autorizadas nos termos da Diretiva 2013/36/UE. Em Portugal, o exclusivo dos intermediários financeiros está previsto no n.º 2 do art.289.º.

[4] NIAMH MOLONEY, *Access to the UK Financial Market after the UK Withdrawal from the EU: Disruption, Design, and Diffusion, European Business Organization Law Review*, vol. 25, no. 1, Springer, 2024, p. 28.

[5] A este respeito, cfr. capítulo 5: "Consequências para o abuso da exceção de solicitação inversa".

Ora, o Mercado Único caracteriza-se pela liberdade de prestação de serviços e pela liberdade de estabelecimento na União Europeia, como base para a integração financeira (art.ºs 56.º e 49.º do TFUE).

Este concretiza-se através do passaporte europeu de serviços de investimento - o mecanismo que assegura a eficácia extraterritorial da autorização dos intermediários financeiros[6]. Caracteriza-se ainda pelos princípios da supervisão por parte do Estado de origem do serviço e do reconhecimento mútuo. O último estabelece que um produto ou serviço legalmente produzido ou autorizado num Estado-Membro deve ser admitido, em qualquer outro, sem a necessidade de requisitos regulamentares adicionais por parte do Estado de acolhimento[7].

A exigência de autorização tem duas dimensões: uma dimensão formal, na medida em que promove a segurança jurídica, e uma dimensão substancial, ética e normativa, que se traduz na proteção dos investidores através da imposição de deveres[8].

Neste sentido, o cumprimento de deveres de conduta por parte dos intermediários financeiros é uma condição inerente e permanente da prestação de serviços de investimento na UE[9]. Estes almejam garantir a transparência no mercado e atenuar a assimetria informativa que caracteriza a relação entre o investidor e o prestador de serviços.

Sobre os intermediários recaem, entre outros, deveres de informação ao cliente, de adequação do produto e deveres relativos à governação do produto[10].

Consoante o tipo de serviço em causa, o investidor terá diferentes graus de autonomia decisória[11], não sendo a intensidade dos deveres do intermediário financeiro uniforme. Acresce que diferentes tipos de clientes[12] exigirão diferentes diligências, sendo o dever de adequação determinante enquanto mecanismo central de ajustamento da conduta do intermediário ao perfil do investidor.

---

[6] PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 5.ª edição, Almedina, 2026, p.508.

[7] Consagrado a partir do Acórdão de 20 de Fevereiro de 1979, Cassis de Dijon (120/78, EU:C:1979:42).
Neste sentido, a Professora NIAMH MOLONEY afirma: "*Mutual recognition was designed to lever open the single market and access to 'host' States, once the regulated actor had complied with the minimum harmonized standards which were imposed by the actor's home Member State; in theory, costly duplications of regulation were avoided*". NIAMH MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3.ª ed., Oxford University Press, 2014, p.23.

[8] ALASTAIR HUDSON associa a regulação financeira à ética através do princípio da integridade. Afirma que, para uma empresa atuar com integridade, deve obrigatoriamente observar os deveres de conduta. ALASTAIR HUDSON, *Securities Law*, 2.ª edição, Sweet & Maxwell, 2013, (3-21) - "The core principle of business integrity..

[9] Assinala-se o exponencial desenvolvimento do quadro normativo dos deveres: "*Tal decorre do reconhecimento de que, com a sofisticação atual dos mercados […] e com a omnipresença do risco em todas as decisões de investimento, os investidores não profissionais intervêm cada vez mais apoiados em intermediários financeiros. Esta constitui a trave-mestra do fundamento para a aturada densificação legislativa do conteúdo dos deveres jurídicos dos intermediários financeiros na sua relação com os seus clientes*". PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários,* 5.ª edição, Almedina, 2026, p.398

[10] PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 5.ª edição, Almedina, 2026, p.418 e ss.

[11] Numa escala gradativa, ordenada em função intervenção do investidor na decisão, da máxima intervenção para a mínima, teríamos: (1.) receção, transmissão e execução de ordens; (2.) consultoria para investimento e (3.) gestão de carteiras por conta de outrem.

[12] Os clientes são categorizáveis como: (1.) investidores profissionais, (2.) investidores não-profissionais e (3.) contrapartes elegíveis.
Os investidores profissionais são definidos no ponto 10 do n.º 1 do art. 4.º da DMIF II e os critérios que delimitam a categoria constam no Anexo II da DMIF II; os investidores não profissionais estão definidos no ponto 11 do n.º1 do art. 4.º, n.º 1 da DMIF II; a categoria das contrapartes elegíveis encontra-se delineada no n.º 2 do art.30.º da DMIF II.

Em seguida, importa referir sob que formas pode um intermediário financeiro prestar serviços no Mercado da União Europeia.

Ora, a participação no Mercado Único pode tomar as seguintes formas:

(1.) Livre prestação de serviços[13] – dispensa uma presença física no território. Cabe aos Estados-Membros assegurar que uma empresa de investimento autorizada e supervisionada noutro Estado-Membro possa prestar serviços e atividades de investimento no seu território sem necessidade de nova autorização nem sujeição a requisitos adicionais, desde que tais serviços estejam incluídos na autorização de origem. Requer uma notificação prévia à autoridade competente do seu Estado de origem, ficando a supervisão a cargo da autoridade de origem.

(2.) Abertura de uma sucursal[14] – opção por uma presença física estável noutro Estado Membro, ao abrigo da liberdade de estabelecimento[15]. Neste caso, a supervisão prudencial cabe ao país de origem e a autoridade do país de acolhimento (que terá de ser devidamente notificada) assume a responsabilidade de garantir o cumprimento das regras de conduta e transparência locais.

(3.) Utilização de agentes vinculados (*tied agents*)[16] – representantes de empresas de investimento ou de sociedades gestoras de OIC. A sua atuação cinge-se à prospeção, receção e transmissão de ordens, assim como à consultoria para o investimento e colocação de instrumentos financeiros. A atuação destes agentes pauta-se por um vínculo de exclusividade e pela responsabilidade total e incondicional do intermediário representado, sendo que, quando a operar noutro Estado-Membro, o regime dos agentes vinculados é equiparado ao de uma sucursal[17].

---

[13] No capítulo dos Direitos das Empresas de Investimento, sob a epígrafe: "Liberdade de prestação de serviços e atividades de investimento", a livre prestação de serviços está prevista no art.34.º da DMIF II. A este propósito, NIAMH MOLONEY: "*Article 34 addresses cross-border activity through services provision. It provides that Member States must ensure that any investment firms authorized and supervised by the NCA* [Autoridade Nacional Competente] *of another Member State in accordance with MiFID II* [...] *may freely perform investment services and/or activities, as well as ancillary services, within their territories, as long as such services and activities are covered by the authorization (Article 34(1)). Reflecting Article 6(1), Article 34(1) also provides that ancillary services may only be provided together with a core".* - NIAMH MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3.ª ed., Oxford University Press, 2014, p.396

[14] O estabelecimento de uma sucursal está previsto nos art.ºs 35.º e 39.º da DMIF II. O n.º 2 do art. 25.º prevê a necessidade de notificação prévia à autoridade competente do Estado de origem.
Importa notar que uma sucursal está, por natureza, desprovida de personalidade jurídica própria, prestando os serviços para os quais a empresa-mãe foi autorizada (conforme definida no ponto 30 do n.º1 do art. 4.º da DMIF II). Nesse sentido, toda a responsabilidade sobre a atividade da sucursal recai sobre a empresa-mãe.
Releva ainda a distinção entre sucursal e filial: enquanto uma filial (entidade jurídica distinta e separada, com a sua própria personalidade jurídica) de uma empresa de um país terceiro pode obter uma licença que lhe garanta um "passaporte europeu" para operar em toda a União, uma sucursal de um país terceiro fica, por regra, limitada ao mercado do Estado-Membro para o qual foi autorizada.
A filial encontra-se definida no ponto 33 do n.º 1 do art. 4.º da DMIF II.

[15] Ao contrário das empresas estabelecidas em Estados Membros da UE, as empresas de países terceiros, para abrir uma sucursal, estão sujeitas a uma autorização específica do Estado-Membro de acolhimento. Apesar de o art. 39.º da DMIF II não prever um prazo concreto, o n.º 3 do art. 7.º prevê que a autoridade competente deve informar o requerente da decisão em relação à autorização no prazo de seis meses a contar da apresentação de um pedido. Depreende-se, claramente, a morosidade do processo de estabelecimento de sucursal, gerando dúvidas quanto à atratividade do mercado de prestação de serviços de investimento na UE, para um país terceiro.

[16] Previstos nos art.ºs 29.º, 34.º e 35.º da DMIF II. Encontram-se definidos no ponto 29 do n.º 1 do art.4.º.
Deixa-se a nota crítica em relação ao *goldplating* por parte do legislador português (art.294.º-A/1 e art.294.º-C, n.º1 c) do CVM): "*A exigência de o agente vinculado ser uma sociedade comercial com sede estatutária em Portugal constitui uma incompreensível restrição em relação ao regime europeu*" - PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 5.ª edição, Almedina, 2026, p. 511.

[17] Em Portugal, esta equiparação encontra-se prevista no art. 16.º do REI.

(4.) Regime de Equivalência[18] - regime destinado aos países terceiros, que não são membros da UE. A equivalência assenta numa decisão unilateral e discricionária da Comissão Europeia, que reconhece que o quadro regulatório e de supervisão do país de origem produz resultados equivalentes aos da União[19]. Está, por norma, condicionado ao registo prévio da empresa junto da ESMA, à observância do princípio da reciprocidade e à celebração de acordos de cooperação entre a ESMA e as autoridades do país terceiro para assegurar uma supervisão eficaz. Apesar de esta possibilidade estar prevista desde 2017, não houve ainda qualquer decisão de equivalência por parte da Comissão, permanecendo este regime meramente no plano teórico[20].

Por último, salienta-se a existência de regimes específicos para a gestão de ativos[21] e para os prestadores de serviços de criptoativos[22].

À complexidade deste sistema de prestação ativa, contrapõe-se a aparente simplicidade da exceção da solicitação inversa, que abordaremos em seguida.

3. A exceção de solicitação inversa no regime europeu e em Portugal

3.1. Conceito

A solicitação inversa (*reverse solicitation*) é uma exceção ao regime de autorização da União Europeia que permite a empresas de países terceiros (fora da UE) prestarem serviços a clientes na União, sem a necessidade de autorização ou licença prévia[23][24]. Sobre estes serviços, opera uma ficção legal sendo que os mesmos são considerados, juridicamente, como prestados "fora do território da União"[25].

O regime tem como requisito fundamental que a iniciativa parta exclusivamente do cliente que solicita o serviço. A aplicação deste instituto implica o dever de passividade por parte da empresa, proibindo qualquer esforço comercial para captar o cliente

---

[18] Previsto no art. 47.º da DMIF II. Destina-se, principalmente, a clientes profissionais e contrapartes elegíveis.

[19] O Artigo 25(6) do Regulamento da Infraestrutura do Mercado Europeu (EMIR) estipula os requisitos para que a Comissão dê o seu aval, nomeadamente, a celebração de acordos de interoperabilidade entre as autoridades competentes responsáveis pela supervisão e fiscalização. A autorização da Comissão ao abrigo do Regime da Equivalência traduz-se num "*implementing act*", consubstanciando uma decisão legal que atesta que as regras de um país inteiro são equivalentes às do mercado da UE.

[20] Sobre este tema, cfr. secção 4: "*Equivalence Is Dead, Long Live Equivalence?*" em MARIJE LOUISSE e MIRIK VAN RIJN, *The Third Country Regime for Investment Firms*, European Business Organization Law Review, vol. 25, n.º 1, 2024.

[21] Diretiva 2009/65/CE (Diretiva UCITS) e a Diretiva 2011/61/UE (AIFMD). No ordenamento nacional, consulte-se o Regime da Gestão de Ativos (RGA).

[22] Regulamento (UE) 2023/1114 (MiCAR), especificamente aplicável aos prestadores de serviços de criptoativos (CASP).

[23] Neste sentido, "*the reverse solicitation regime is ultimately an acknowledgement from the EU regulator that it's not possible to regulate all services provided to EU based clients, and that the line must be drawn somewhere".*
KRISTINE FEYLING SKORPEN, *The Principle of Reverse Solicitation Under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA),* European Union Law Working Papers*,* n.º 80, *Transatlantic Technology Law Forum (Stanford Law School/University of Vienna),* 2023*,* p. 25.

[24] Sobre o propósito do mecanismo: "*O objetivo deste mecanismo é não privar utilizadores na União de serviços prestados em territórios fora da União Europeia*." - MIGUEL DINIS LUCAS*, Prestação de serviços cross-border e por iniciativa exclusiva do cliente (reverse solicitation),* in JOÃO VIEIRA DOS SANTOS; JOÃO LUZ SOARES; MARTINHO LUCAS PIRES; GUILHERME MAIA *(coords.), MICA: Estudos sobre a nova regulação europeia de criptoativos, Almedina, 2023, p. 707.*

[25] A ficção de que o serviço é prestado "fora do território da União" resolve um conflito de jurisdição: se a iniciativa parte totalmente do cliente para contactar uma empresa no estrangeiro, considera-se que a empresa não está a "exercer atividade" no mercado da UE e, por isso, não precisa de licença para tal. Ou seja, afasta a jurisdição regulatória nacional.

(*marketing ban*). Desse modo, o aliciamento externo por parte da empresa interdita a aplicação da exceção.

Privilegiando o acesso dos cidadãos a oportunidades de diversificação global, este instituto acarreta um custo significativo – a desproteção do investidor[26]. A prevalência da vontade e iniciativa espontânea do investidor sobre os deveres de tutela do regulador implicam que, sobre o primeiro, recaia um peso acrescido pelas suas escolhas, assumindo o risco de contratar com entidades que operam fora do perímetro regulatório europeu e de adquirir produtos potencialmente fraudulentos.

Encontra-se previsto na DMIF II, no MiCAR e na CRD VI. A nível nacional, está transposto no REI.

3.2. DMIF II, RDMIF, REI e CVM

A Diretiva 2014/65/EU[27], de 15 de maio de 2014 ("DMIF II") é a "*pedra angular do regime jurídico da intermediação financeira*"[28]. Veio reformular e harmonizar o enquadramento jurídico aplicável aos intermediários financeiros, às estruturas de negociação e à proteção dos investidores na União Europeia. A sua transposição para o nosso ordenamento jurídico traduz-se em diversas alterações ao CVM, de forma estruturante pelo Decreto-Lei n.º 109-H/2021, que aprovou o REI, consolidando um sistema de elevada densidade normativa e de harmonização máxima.

A exceção da solicitação inversa encontra-se prevista no artigo 42.º da DMIF II, nos seguintes termos:

> *"Os Estados-Membros asseguram que, nos casos em que um cliente não profissional ou um cliente profissional,* [...] *estabelecido ou situado na União, dê início, exclusivamente por iniciativa própria, à prestação de um serviço de investimento ou ao exercício de uma atividade de investimento por uma empresa de um país terceiro, o requisito de autorização ao abrigo do artigo 39.º não seja aplicável à prestação desse serviço ou ao exercício dessa atividade pela empresa de um país terceiro à referida pessoa, nem à relação específica que diz respeito à prestação desse serviço ou ao exercício dessa atividade. A iniciativa tomada pelos referidos clientes não autoriza a empresa de um país terceiro a negociar no mercado com o referido cliente novas categorias de produtos ou serviços de investimento de outro modo que não seja através de uma sucursal, caso esta seja exigida pela legislação nacional*."

Deste artigo retiram-se os quatro pressupostos para a aplicação da exceção da solicitação inversa: a) iniciativa exclusiva do cliente residente na UE, que pode ser

---

[26] A empresa estrangeira não está sujeita a supervisão na União. Sobre este ponto, esclarece-se: "*to be precise, Article 46* [que diz respeito à idoneidade dos participantes no mercado regulamentado] *is unidirectional: if a professional client or an eligible counterparty starts providing an investment service or performing an investment activity at its own initiative, rather than on the third-country firm's one, the Article does not apply.*" - MARIO COMANA, DANIELE PREVITALI e LUCA BELLARDINI, *The MiFID II Framework: How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry*, Springer, 2019, p. 109.

[27] Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, que sucedeu e revogou a primeira diretiva relativa aos mercados financeiros, de 2004, transposta, entre nós, a 2007 (DMIF I).

[28] "*a crise financeira iniciada em 2007 precipitou igualmente um amplo conjunto de intervenções normativas" de que constitui exemplo a MiFID II*. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 5.ª edição, Almedina, 2026, p. 399 e p. 13, respetivamente.

profissional ou não profissional,[29] b) empresa de país terceiro; c) limitação quanto ao tipo, e d) proibição de solicitação por parte do prestador.

Ora, quanto à iniciativa exclusiva do cliente, resulta do disposto no Considerando[30] (111)[31] e da clarificação providenciada pela ESMA[32] que qualquer meio de comunicação utilizado pela empresa – incluindo comunicados de imprensa, chamadas telefónicas ou folhetos informativos – se considera uma interferência na vontade do cliente e, consequentemente, na exclusividade da sua iniciativa. Assim, qualquer tipo de angariação ativa, desde a promoção à localização de conteúdo (como a utilização de um *website* da nacionalidade do cliente) consubstancia um forte indício de solicitação ativa por parte da empresa - impedindo a aplicação da exceção.[33] A complexidade do sistema e a diversidade de casos torna inevitável a exigência de que o preenchimento deste requisito seja aferido casuisticamente.

No que toca ao segundo pressuposto, entende-se por país terceiro um país que não seja membro da UE[34].

---

[29] A delimitação dos clientes profissionais encontra-se no Anexo II da DMIF II. As grandes empresas serão clientes profissionais se satisfizerem dois dos seguintes critérios: "*Total do balanço: 20 000 000 EUR; Volume de negócios líquido: 40 000 000 EUR; Fundos próprios: 2 000 000 EUR".*

[30] Um considerando (*recital*), ao contrário das normas, não tem força obrigatória direta. A sua função é clarificar determinadas regras e fornecer definições. São parte integrante do preâmbulo e fundamentam a criação das normas que precedem. Apesar do seu carácter meramente auxiliar, são essenciais para a interpretação das normas. Ao fundamentar o ato legislativo, fornecem importantes fatores de interpretação teleológica.
O TJUE tem sido claro quanto ao seu caráter meramente interpretativo. Neste sentido, Acórdão de 13 de dezembro de 1989, Casa Fleischhandels (C-215/88, EU:C:1989:623): *"Na verdade, se o considerando de um regulamento pode permitir esclarecer a interpretação a dar a uma regra de direito, já não pode constituir, em si mesmo, essa regra"*- parágrafo (31).

[31] Segundo o qual: "*[...] Quando uma empresa de um país terceiro presta serviços exclusivamente por iniciativa de uma pessoa estabelecida na União, os serviços não deverão ser considerados como prestados no território da União. Caso uma empresa de um país terceiro angarie clientes ou potenciais clientes na União ou promova ou faça publicidade aos serviços ou atividades de investimento, juntamente com serviços auxiliares, na União, tal não deverá ser considerado um serviço prestado exclusivamente por iniciativa do cliente."*

[32] Importam duas considerações sobre a ESMA:
(i.) No que respeita à natureza das recomendações da ESMA, embora sejam formalmente qualificadas como *soft law*, detêm uma força vinculativa atípica para este tipo de instrumentos. Tal resulta, em larga medida, do princípio do *comply or explain*, previsto no artigo 16.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, de 24 de novembro, que instituiu a ESMA. Por essa razão, estas recomendações são, por vezes, qualificadas como "*hard soft law*". Neste sentido: NIAMH MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3ª edição, Oxford University Press, p. 929 e ss.
(ii.) A ESMA produz dois tipos de conteúdo informativo: as *Guidelines* e os Q&As. As *Guidelines* (art. 16.º do Regulamento da ESMA) constituem instrumentos formais de convergência, sujeitos a consulta pública obrigatória e ao referido mecanismo *comply or explain* pelas autoridades nacionais. Diversamente, os Q&As (Art. 29.º do Regulamento da ESMA) são ferramentas práticas de interpretação destinadas a clarificar dúvidas quotidianas de forma ágil, não estando sujeitos ao mesmo rigor procedimental de adoção ou ao dever de reporte de conformidade aplicável às orientações.

[33] A este propósito, no âmbito da distribuição de pacotes de produtos de investimento de retalho (PRIIPs), a CMVM oferece um elemento hermenêutico no Regulamento da CMVM n.º 8/2018, já delineado na sua "Circular sobre PRIIPs sujeitos à supervisão da CMVM". Neste regulamento, é prevista a isenção para a "*prestação exclusiva do serviço de receção e transmissão ou execução de ordens relativas a PRIIPs*", sendo a mesma definida como a situação em que o serviço "*ocorre por exclusiva iniciativa do investidor não profissional e na qual não se verifique nenhum elemento de comercialização*". Prevê-se ainda uma noção de comercialização como "*qualquer conduta do comercializador de PRIIPs no sentido de divulgar ou propor a subscrição, aquisição ou transação de um PRIIP, utilizando qualquer meio publicitário ou de comunicação, presencial ou à distância, dirigido a investidores não profissionais*", noção essa densificada na já supra referida circular, a qual elenca uma lista de comportamentos que são considerados como "*comercialização*". Não se tratando de uma aplicação direta da exceção aqui analisada, constitui um valioso elemento interpretativo.

[34] As empresas de países terceiros são definidas no ponto 57 do n.º do art. 4.º da DMIF II nos seguintes termos: "*uma empresa que seria uma instituição de crédito que presta serviços de investimento ou exerce atividades de investimento ou uma empresa de investimento, se a sua sede ou sede estatutária estivesse situada na União*".

O terceiro pressuposto, a limitação da aplicação da exceção à categoria de produtos ou serviços de investimento solicitada pelo cliente[35], estabelece a proibição do *cross selling* . Neste sentido, qualquer nova oferta de uma categoria diferente[36] exigiria uma nova iniciativa exclusiva por parte do cliente ou uma autorização formal da empresa[37].

Uma vez mais, a ESMA deu resposta às dúvidas interpretativas, indicando elementos a ter em consideração na avaliação casuística, possibilitando a identificação de uma nova categoria, entre os quais: (i.) o tipo de instrumento financeiro que é oferecido, (ii.) a distinção entre produtos complexos e não complexos e (iii.) o nível de risco do produto[38]. A indicação dos elementos veio acompanhada de uma exemplificação de pares de produtos que não são da mesma categoria[39].

Por último, a ESMA esclarece que se aplica o princípio da substância sobre a forma[40], sendo imperativo o carácter excecional do regime. Assim, a iniciativa deve ser aferida *in concreto*, sendo irrelevantes cláusulas contratuais ou caixas de seleção *online* onde o cliente se limite a declarar que tomou a iniciativa, se os factos demonstrarem o contrário. Fica claro que a solicitação inversa não deve ser presumida[41].

Para completar o quadro normativo, o n.º 5 do art.46.º, n.º 5 do RDMIF[42] consagra a regra paralela para empresas de países terceiros que servem contrapartes elegíveis e clientes profissionais por natureza.

A nível nacional, a exceção foi transposta para o art. 38.º do REI[43].

---

[35] Conforme disposto no Considerando (111) da DMIF II, a limitação não tolera os serviços de auxiliares. Cfr. nota 31.

[36] Importa referir que, mesmo uma oferta que se enquadre na mesma categoria só é aceitável "*durante o curso da transação*", não podendo o intermediário fazê-lo numa fase posterior sem que haja uma nova iniciativa espontânea do cliente. Neste sentido: ESMA, «ESMA_QA_1865: Provision of investment services and activities by third country firms», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 25.05.2018, disponível em https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1865 (consultado a 01.05.2026).

[37] A este respeito, cfr. capítulo 2: "Breve enquadramento sobre a prestação de serviços de investimento".

[38] ESMA, «ESMA_QA_1864: Provision of investment services and activities by third country firms», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 12.07.2018, disponível em https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1864 (acedido em 01.05.2026).

[39] Nomeadamente: um instrumento de dívida subordinada e um instrumento de dívida sénior, uma ação ordinária emitida por uma sociedade e uma unidade ou ação emitida por um ETF ou duas ações pertencentes a dois segmentos diferentes de bolsa de valores. *Ibid*. 37.

[40] ESMA, «ESMA_QA_1862: Provision of investment services and activities by third country firms», in Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 25.05.2018, disponível em https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1862 (acedido em 01.05.2026). No mesmo sentido, vai o considerando (111) da MiFID (cfr. nota 31). Este princípio é explícito no Artigo 61.º do MiCA (desenvolvido adiante) e integrado na Declaração da ESMA sobre a MiFID II.

[41] ESMA, «ESMA_QA_1862: Provision of investment services and activities by third country firms», in Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 25.05.2018, disponível em https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1862 (acedido em 01.05.2026).

[42] O RDMIF II é o Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016 que densifica a DMIF II. É uma medida de execução de Nível 2, ao contrário da DMIF (Nível 1). Sendo um Regulamento, tem aplicabilidade direta e obrigatória em todos os Estados-Membros, não estando dependente de transposição.

[43] Sob a epígrafe "Prestação de serviços por exclusiva iniciativa do cliente", estabelece o seguinte:

"1- *A presente secção não se aplica quando um cliente, investidor profissional ou não profissional na aceção do Código dos Valores Mobiliários, estabelecido ou situado em Portugal, inicie exclusivamente por iniciativa própria a prestação de um serviço de investimento ou o exercício de uma atividade de investimento por uma empresa de investimento com sede em país terceiro.*

2 - Sem prejuízo das relações intragrupo, não se considera que o serviço foi prestado por exclusiva iniciativa do cliente se a empresa de investimento com sede em país terceiro angaria clientes ou potenciais clientes na União Europeia

Nota-se, tanto a nível europeu como nacional, a ausência de qualquer exigência de aplicação dos deveres estruturantes da prestação de serviços de investimento, nomeadamente, os deveres de informação e adequação.

Neste sentido, a alínea b) do art.314.º-D, do CVM é clara e isenta explicitamente o intermediário financeiro dos deveres de adequação previstos no art.314.º do mesmo diploma, nos casos em que a receção, transmissão ou execução de uma ordem parta da exclusiva iniciativa do cliente.

3.3. MiCAR

O regulamento 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho de 31 de Maio de 2023, veio harmonizar as regras dos Estados Membros aplicáveis aos criptoactivos e aos seus mercados (doravante "MiCAR"). Está contemplado no nosso ordenamento jurídico pela Lei n.º 69/2025, de 22 de dezembro, com um regime principalmente remissivo.[44]

A exceção de solicitação inversa encontra-se no art.º 61.º[45] sob a epígrafe: "Prestação de serviços de criptoativos por iniciativa exclusiva do cliente". O conteúdo do artigo é semelhante ao do art. 42.º da DMIF II[46].

Este determinou, no entanto, que a ESMA emitisse uma clarificação quanto às "*situações em que se considera que uma empresa de um país terceiro angaria clientes estabelecidos ou situados na União.*", a qual veio a ser concretizada através das "*Guidelines on reverse solicitation under MiCA*" de 26 de Fevereiro de 2025 (doravante *Guidelines MiCAR*).[47][48]

---

diretamente ou através de entidades que atuem em seu nome ou que tenham uma relação estreita com essa empresa de investimento ou com qualquer outra pessoa que atue em nome da mesma.
3 - Sem prejuízo do disposto no n.º 1, a empresa de investimento com sede em país terceiro não pode negociar no mercado com o referido cliente novas categorias de produtos ou serviços de investimento, salvo se estabelecer uma sucursal.

[44] Foi uma Lei criticada principalmente pela repartição da supervisão do setor dos criptoativos entre o Banco de Portugal e a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários . No entanto, é um regime simples que procura garantir a aplicação direta do Regulamento.

[45] *1. Caso um cliente estabelecido ou situado na União dê início, por sua própria e exclusiva iniciativa, à prestação de um serviço ou atividade de criptoativos por uma empresa de um país terceiro, o pedido de autorização ao abrigo do artigo 59.o não se aplica à prestação, pela empresa do país terceiro, desse serviço ou atividade a esse cliente, nem a uma relação especificamente relacionada com a prestação desse serviço ou atividade de criptoativos.*
(...)
2. A iniciativa própria e exclusiva de um cliente a que se refere o n.o 1 não confere à empresa de um país terceiro o direito de comercializar novos tipos de criptoativos ou serviços de criptoativos junto desse cliente.

[46] Considerando (75) "*O presente regulamento não deverá obstar à possibilidade de pessoas estabelecidas na União recorrerem por iniciativa própria aos serviços de criptoativos de uma empresa de um país terceiro. Quando uma empresa de um país terceiro presta serviços de criptoativos por iniciativa própria de uma pessoa estabelecida na União, os serviços de criptoativos não deverão ser considerados como prestados na União. Caso uma empresa de um país terceiro angarie clientes ou potenciais clientes na União ou promova ou faça publicidade aos serviços ou atividades de criptoativos na União, tal não deverá ser considerado um serviço prestado por iniciativa própria do cliente. Nesse caso, a empresa do país terceiro deverá estar autorizada como prestador de serviços de criptoativos."*

[47] Por sua vez as opções da ESMA nas *Guidelines* são justificadas pela mesma no documento "*Final Report On the guidelines on reverse solicitation under the Markets in Crypto Assets Regulation* (MiCA)" de 17 de Dezembro de 2024 (doravante Final Report)

[48] As Guidelines concretizam a forma como a verificação destes pressupostos deve ser efectuada, prevendo, por exemplo, que a iniciativa exclusiva do cliente deve ser avaliada de forma factual e interpretada restritivamente. Não se trata de uma densificação destes conceitos, mas sim de uma exposição sobre a forma como os mesmos devem ser interpretados. O que se coaduna com a sua natureza jurídica de *non binding soft law*.

Ao abrigo do MiCAR a exceção de solicitação inversa, à semelhança da DMIF II, tem então as seguintes características: a) iniciativa exclusiva do cliente[49]; b) empresa de país terceiro[50]; c) limitação quanto ao tipo[51] e d) proibição de solicitação por parte do prestador.[52]

Ao contrário da exclusão automática de deveres ao abrigo da DMIF II, o MiCAR prevê no seu Considerando 89, a necessidade de avaliação do cliente por parte da entidade, antes de prestar determinados serviços ao abrigo da solicitação inversa.[53]

Em causa estaria uma aplicação direta do art.º 81.º do MiCAR - que prevê que as entidades que prestem consultoria sobre criptoativos ou que prestam serviços de gestão de carteiras de criptoativos, estão sujeitas a deveres de adequação. Estes são deveres com um conteúdo muito semelhante àqueles previstos na DMIF II, adaptados, claro, à realidade dos criptoactivos.[54] Logicamente, também seriam aplicáveis as consequências previstas para o incumprimento destes deveres. Esta seria uma solução que garantiria uma maior proteção dos cidadãos, acautelando o risco extraordinário que este tipo de serviços, e a forma como os mesmos são prestados ao abrigo da excepção, representam.

No entanto, tanto o texto legal como as *Guidelines* MiCAR são omissas quanto à aplicabilidade deste artigo às situações de solicitação inversa. Não estando em causa a falta de densificação de uma norma; na ausência de menção a este tema por parte na fonte de nível 3 específicamente prevista (as *Guidelines MiCAR*); e pela interpretação sistemática do diploma - nomeadamente da figura de solicitação inversa enquanto exceção ao sistema regulatório; não é sustentável defender a aplicação dos deveres de adequação do art.º 81.º do MiCAR às entidades que prestem serviços ao abrigo da exceção de solicitação inversa. Trata-se de uma intenção legislativa que não se consumou nas normas.

---

[49] Art. 69.º n.º 1 MiCAR: *"Caso um cliente … por sua própria e exclusiva iniciativa"*

[50] Art. 69.º n.º 1 MiCAR: *"por uma empresa de um país terceiro"*

[51] Art. 69.º n.º 2 MiCAR: *"não confere à empresa de um país terceiro o direito de comercializar novos tipos de criptoativos ou serviços de criptoativos junto desse cliente*"

[52] Art. 69.º n.º 2 MiCAR: *"não confere à empresa de um país terceiro o direito de comercializar novos tipos de criptoativos ou serviços de criptoativos junto desse cliente"*

[53] "*A fim de assegurar a proteção do consumidor, os prestadores de serviços de criptoativos que prestam consultoria sobre criptoativos, a pedido de um cliente ou por sua iniciativa própria, ou que prestam serviços de gestão de carteiras de criptoativos deverão proceder a uma avaliação para determinar se esses serviços de criptoativos ou criptoativos são adequados para os clientes, tendo em conta a experiência, os conhecimentos, os objetivos e a capacidade dos seus clientes para suportar perdas. Sempre que os clientes não prestem informações aos prestadores de serviços de criptoativos sobre a sua experiência, conhecimento, objetivos e capacidade de suportar perdas, ou resulte claramente que os criptoativos não são adequados para os clientes, os prestadores de serviços de criptoativos não deverão recomendar esses serviços de criptoativos ou criptoativos aos clientes, nem começar a prestar serviços de gestão de carteiras de criptoativos. Ao prestarem consultoria sobre criptoativos, os prestadores de serviços de criptoativos deverão apresentar aos clientes um relatório, que deverá incluir a avaliação da adequação, especificando a consultoria prestada e a forma como este vai ao encontro das preferências e dos objetivos dos clientes. Ao prestarem serviços de gestão de carteiras de criptoativos, os prestadores de serviços de criptoativos deverão facultar em intervalos regulares um relatório aos seus clientes, que deverá incluir uma análise das suas atividades e do desempenho da carteira, bem como uma declaração atualizada sobre a avaliação da adequação.*"

[54] Em causa estariam os deveres de os deveres de i.) recolha de informação do cliente; ii.) avaliação de adequação, iii) de informação sobre a inadequação, ou falta de informação obtida; iv.) abstenção de recomendações ou gestão de carteiras inadequadas; v) preparação de um relatório de adequação e vi.) de adoção de uma política de adequação PAULO CÂMARA, "*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*", 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2026, p. 455 e ss.

3.4. CRD VI

A sexta alteração à Diretiva 2013/36/UE de 26 de Junho de 2013 (CRD), trazida pela Diretiva 2024/1619 de 31 de Maio de 2024 (CRD VI), ainda por transpor para o ordenamento jurídico português,[55] encontra-se em vigor desde julho de 2024 (será, presumivelmente, transposta para o RGICSF).

A CRD VI introduz uma proibição ampla de prestação de serviços bancários essenciais,[56] numa base transfronteiriça. Ou seja, as entidades bancárias de países terceiros que pretendam exercer essas actividades num Estado-Membro passam a estar obrigadas a ter uma presença local, através de uma filial ou sucursal. Esta proibição está prevista num novo art.º 21-C, sob a epígrafe "*Obrigação de estabelecer uma sucursal para a prestação de serviços bancários por empresas de países terceiros*" sendo que é nesse mesmo artigo que se prevê a exceção de solicitação inversa:

> *1. Os Estados-Membros exigem que as empresas estabelecidas num país terceiro,... estabeleçam uma sucursal no seu território e solicitem autorização… para … exercer as atividades referidas no artigo 47.o , n. 1,...*
> *2. O requisito estabelecido … não se aplica se a empresa estabelecida num país terceiro prestar um serviço ou atividade a um cliente ou contraparte estabelecido ou situado na União … sempre que esse cliente ou contraparte se dirija a uma empresa estabelecida num país terceiro por sua própria iniciativa exclusiva …;*

As actividades referidas no artigo 47º, n.º1, ditas essenciais, e que impõem o estabelecimento de uma sucursal ou filial, são: i) "empréstimos, nomeadamente: crédito ao consumo, crédito hipotecário, factoring com ou sem recurso, financiamento de operações comerciais (incluindo o desconto sem recurso)"; ii) concessão de garantias e outros compromissos; iii) aceitação de depósitos ou de outros fundos reembolsáveis.[57]

É ainda feita uma distinção entre estas actividades. A concessão de crédito e de garantias apenas obriga o estabelecimento de uma sucursal "*se efectuado por uma empresa estabelecida num país terceiro que pudesse ser considerada uma instituição de crédito…*". Ou seja, enquanto que a concessão de depósitos e outros fundos reembolsáveis obriga sempre o estabelecimento de uma sucursal ou filial, a concessão de crédito e de garantias apenas obriga caso a entidade que preste esse serviço cumpra os requisitos para ser considerada uma instituição de crédito se estivesse, hipoteticamente, estabelecida na União Europeia. Este tratamento mais exigente da atividade de receção de depósitos é uma manifestação do princípio da exclusividade bancária.[58]

Assim, ao abrigo da CRD VI, a exceção de solicitação inversa é apenas uma exceção à obrigação de estabelecimento de uma sucursal para a prestação de determinados serviços e produtos bancários, possuindo as seguintes características: a)

---

[55] À data de escrita, apenas cinco países transpuseram a Directiva na sua totalidade, estando os restantes Estados Membros em incumprimento, informação obtida no site da Comissão Europeia. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/enforcement-and-infringements-banking-and-finance-law/monitoring-banking-and-finance-directives/capital-requirements-directive-vi_en (consultado a 23.04.2026)

[56] O art.º 21-C remete para o art.º 47 que, por sua vez, remete para as "atividades referidas nos pontos 2 e 6 do anexo I" da CRD.

[57] Nos termos do art..º 47 e Anexo I da CRD.

[58] Art.º 8.º do RGICSF.

prestação de determinados serviços "bancários",[59] b) iniciativa exclusiva do cliente,[60] c) determinado tipo de empresa de país terceiro[61], d) limitação quanto ao tipo,[62] e) proibição de solicitação por parte do prestador.[63]

4. Solicitação Inversa - uma figura unitária?

A prestação de serviços ao abrigo da "solicitação inversa", começou a ser amplamente praticada após a sua introdução na DMIF II.[64] Pouco tempo depois, passou a estar prevista no MiCAR e na CRD VI, o que expandiu o leque de entidades e serviços abrangidos.

Como vimos, trata-se sempre de uma isenção regulatória, aplicável às empresas de países terceiros, quando oferecerem determinados serviços unicamente por iniciativa do cliente.

Mas será que o facto de estar prevista em várias leis, permite traçar uma exceção unitária?

Ora, a exceção tem sempre os mesmos pressupostos: a) iniciativa exclusiva do cliente, b) empresa de país terceiro, c) limitação quanto ao tipo/categoria e d) proibição de solicitação por parte do prestador. A consequência é também homogénea- a isenção regulatória.

Notamos ainda que a sua estatuição na DMIF II e no MiCAR é muito semelhante. A exceção de solicitação inversa isenta as empresas de países terceiros das imposições regulatórias quando o cidadão solicita que se preste determinado serviço. É um verdadeiro *carve-out* regulatório que ficciona a prestação do serviço como tendo lugar fora do espaço europeu.

A densificação que é oferecida pela ESMA, tanto ao abrigo das *Q&A* para a DMIF II, como das *Guidelines* para o MiCAR, é, novamente, conforme. São textos que se focam principalmente no entendimento de solicitação do cliente, de não solicitação por parte do prestador e de produtos da mesma categoria. Assim, prevê-se: a necessidade de um pedido

---

[59] Art. 21- C, n.º 1 CRD VI: "*para iniciar ou continuar a exercer as atividades referidas no artigo 47.o , n.o 1, no Estado-Membro em causa*"

[60] Art. 21-C, n.º 2, alínea a) CRD VI: "*sempre que esse cliente ou contraparte se dirija a uma empresa estabelecida num país terceiro por sua própria iniciativa exclusiva*"

[61] Art. 21-C, n.º1 CRD VI: "*empresas estabelecidas num país terceiro*".

[62] Art. 21-C, n.º 3 CRD VI: "*A iniciativa de um cliente ou contraparte a que se refere o n.o 2 não confere à empresa do país terceiro o direito de comercializar outras categorias de produtos, atividades ou serviços para além das que o cliente ou contraparte tenha solicitado, exceto através de uma sucursal de país terceiro estabelecida num Estado-Membro. No entanto, o estabelecimento de uma sucursal de país terceiro não pode ser exigido para quaisquer serviços, atividades ou produtos necessários ou estreitamente relacionados com a prestação do serviço, produto ou atividade inicialmente solicitados pelo cliente ou contraparte, incluindo quando esses serviços, atividades ou produtos estreitamente relacionados são prestados posteriormente aos serviços, atividades ou produtos inicialmente solicitados.*

[63] Art. 21-C, n.º 3 CRD VI: "*Sem prejuízo do primeiro parágrafo, alínea c), se uma empresa de um país terceiro angariar um cliente ou contraparte, ou um cliente ou contraparte potencial, a que se refere a alínea a) desse parágrafo através de uma entidade que atue em nome ou por conta dessa empresa de um país terceiro ou que com ela tenha relações estreitas ou através de qualquer outra pessoa que atue em nome ou por conta dessa empresa, não é considerado um serviço prestado por iniciativa exclusiva do cliente ou contraparte, ou do cliente ou contraparte potencial."*

[64] Tecnicamente já existiam estatuições anteriores sobre algo semelhante a esta prática, como, por exemplo, na Directiva 2011/61/UE de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, cujo considerando 70 previa que "*A presente directiva não deverá afectar a situação actual, em que um investidor profissional estabelecido na União pode investir em FIAs por sua própria iniciativa, independentemente do local onde o GFIA ou o FIA se encontrem estabelecidos.*"

específico para cada serviço prestado;[65] quais os tipos de produtos que são considerados da mesma categoria, e de que forma se deve fazer essa aceção;[66] entendimentos idênticos sobre o que é considerado iniciativa do cliente (e, por exemplo, a questão específica da não aceitação de cláusulas contratuais, ou a existência de um critério temporal).[67] Acresce, inversamente, que qualquer tipo de angariação ativa, nomeadamente qualquer forma de publicidade, consubstancia um forte indício de solicitação ativa por parte da empresa, impedindo a aplicação da exceção.[68]

As principais diferenças nesses textos provêm do desfasamento temporal para as *Guidelines MiCAR*, dos quais podem explicar um maior foco nos meios de solicitação tecnológicos,[69] ou a menção à solicitação através de *influencers*.[70]

Por outro lado, a exceção de solicitação inversa aparece em moldes bastante diferentes na CRD VI. Enquanto que na MIFID II e no MiCAR a exceção é aplicável a qualquer empresa e a qualquer tipo de serviço, na CRD VI apenas o é a um contexto específico - o da nova regra da obrigação de estabelecimento de uma sucursal/filial, para a prática de serviços bancários essenciais. Na CRD VI, a solicitação inversa é apenas uma exceção a essa obrigação. Aqui, já não se trata de um *carve-out* regulatório, mas apenas de uma isenção de determinada obrigação.

Perante a ausência de um documento clarificativo, ou de qualquer fonte adicional por parte da entidade competente, deve entender-se que os pressupostos da sua aplicação têm uma interpretação mais literal.[71]

Em face do exposto, a solicitação inversa não deve ser interpretada enquanto figura jurídica unitária, mas sim como um conjunto de exceções adaptadas a cada lei. Trata-se, portanto, de um mecanismo desenhado à medida de cada regime, e não de uma regra transversal.

A chave para se entender este mecanismo reside no bem jurídico tutelado: a liberdade de os cidadãos da União Europeia recorrerem, por sua livre vontade, a serviços de entidades estrangeiras não reguladas.[72]

---

[65] ESMA Q&A 1865 e ponto 26 das Guidelines MiCAR.

[66] ESMA Q&A 1864 https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1864, ESMA, «ESMA_QA_1863: New categories of investment products or investment services», in Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 25.05.2018, disponível em https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1863 (acedido em 01.05.2026), e Parágrafo 5.4 das Guidelines MiCAR.

[67] ESMA Q&A 1862 e Paragrafos 5.1, 5.2 e 5.3.das Guidelines MiCAR.

[68] ESMA Q&A 1862 e 1865.

Ponto 5 das Guidelines MiCAR

[69] Ponto 12 Guidelines MiCAR

[70] Ponto 20 Guidelines MiCAR

[71] A EBA publicou o "*Report on the exemption of third-country undertakings from the requirement to set up a branch for the provision of banking services to EU financial sector entities*." Aí temos um entendimento semelhante ao da ESMA relativamente aos vários pressupostos da excepção, como por exemplo: "*This makes marketing activities by the TCCI/TCU incompatible with reverse solicitation, also in relation to the provision of "other categories of products, activities or services than those that the client or counterparty had solicited"*. Não se trata contudo de um documento normativo e está desprovido de qualquer força jurídica. AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA (EBA), *Report to the European Parliament, the Council and the European Commission on the exemption of third country undertakings from the requirement to set-up a branch for the provision of banking services to EU financial sector entities*, EBA/REP/2025/21, julho de 2025

[72] Considerando 75 MiCAR "*This Regulation should not affect the possibility for persons established in the Union to receive crypto-asset services by a third-country firm on their own initiative*"

Por conseguinte, não deve encarar-se as exceções como um canal comercial ou um modelo de negócio para a prestação de serviços por parte de empresas de países terceiros.

Pelo contrário, operar exclusivamente ao abrigo desta isenção revela-se um exercício altamente instável, em função da sua aplicação estrita e a quebra imediata perante qualquer indício de promoção ou angariação ativa, não oferecendo a segurança jurídica necessária para a construção de uma relação comercial duradoura, e expondo a entidade de país terceiro às seguintes consequências.

5. Consequências para o abuso das exceções de solicitação inversa

Contornar o sistema europeu de prestação de serviços compromete a integridade do mercado. O incumprimento dos pressupostos da solicitação inversa implica o exercício ilícito de atividade financeira por parte de uma empresa de um país terceiro. Nos diplomas abordados, o regime sancionatório está desenhado de modo a dissuadir o recurso abusivo a esta exceção.

Neste sentido, a DMIF II concede autonomia aos Estados Membros para que estes estabeleçam sanções adequadas às diferentes infrações, devendo estas ser "*efetivas, proporcionadas e dissuasivas"* [73] [74]. No caso de haver sanções penais aplicáveis, cabe aos Estados Membros comunicá-las à Comissão[75]. Prevê-se ainda a obrigatoriedade de publicar todas as decisões de aplicação de sanções[76].

Por sua vez, o MiCAR adota um regime estrito, equiparando a violação dos pressuposto da solicitação inversa à prestação de serviços sem autorização (prevista no art.59.º)[77]. Assim, não cabe a discricionariedade às autoridades nacionais[78], sendo aplicáveis as sanções administrativas previstas no art.111.º[79]. Os n.ºs 3 e 5 preveem

---

Considerando 111 MiFID "*The provision of this Directive regulating the provision of investment services or activities by third-country firms in the Union should not affect the possibility for persons established in the Union to receive investment services by a third country firm at their own exclusive initiative*."

[73] Nos termos do n.º1, 1.ª parte do art. 70.º da DMIF II, que dispõe ainda que: "*Os Estados-Membros definem regras e asseguram que as suas autoridades competentes podem impor sanções e medidas administrativas aplicáveis a todas as infrações à presente diretiva ou ao Regulamento (UE) n.o 600/2014 e às disposições nacionais para dar execução à presente diretiva e ao Regulamento (UE) n.o 600/2014 e que tomam todas as medidas necessárias para garantir a sua aplicação*."

[74] A al. a) do n.º 4 do art. 70.º da DMIF II estabelece especificamente a obrigatoriedade de prever, a nível nacional, uma sanção para a prestação de serviços de investimento desprovida de autorização.

[75] Nos termos da 2.ª parte do n.º 1 do art. 70.º da DMIF II.

[76] Nos termos do disposto no art. 71.º da DMIF II: "[…] *Nos seus sítios web oficiais imediatamente após a pessoa a quem um sanção tenha sido aplicada ter sido informada dessa decisão* […] *A publicação deve incluir, no mínimo, informações sobre o tipo e a natureza da infração e a identidade das pessoas responsáveis*."

[77] Neste sentido, KRISTINE FEYLING SKORPEN: "*a contextual reading of MiCA shows that the de facto consequence for non-compliance with Article 61 MiCA is that the crypto-asset services are deemed to be provided "within the Union" and the third-country CASP is operating without a MiCA authorisation. Because of this, it is safe to state that NCAs* [Autoridades Nacionais] *have the powers in place under MiCA to sanction third-country CASPs that operate outside the scopes of the principle of reverse solicitation- or as Article 61(3)(2) indicates, carries out activities for the purpose of "circumvention of this Regulation*". KRISTINE FEYLING SKORPEN, *The Principle of Reverse Solicitation Under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA),* European Union Law Working Papers, n.º 80, *Transatlantic Technology Law Forum (Stanford Law School/University of Vienna),* 2023, p. 62.

[78] Neste sentido, cfr: JOÃO VIEIRA DOS SANTOS; JOÃO LUZ SOARES; MARTINHO LUCAS PIRES; GUILHERME MAIA *(coords.), MICA: Estudos sobre a nova regulação europeia de criptoativos, Almedina, 2023, p. 707.*

[79] Nos termos da al. d) do n.º 1.

valores mínimos[80] e máximos, sendo o teto da contraordenação correspondente a 12,5% do volume anual de negócios da empresa[81]. Acresce que o art.110.º obriga a ESMA a publicar no seu *website* todas as sanções administrativas aplicadas pelas autoridades nacionais[82], gerando severos danos reputacionais para as empresas.

A CRD VI, em consonância, considera esta atuação uma infração grave. Ao abrigo desta Diretiva, tal infração importa o poder explícito das autoridades competentes de exigir que as sucursais de países terceiros apresentem um pedido de autorização formal[83]. São aplicáveis coimas que podem atingir os 10% do volume anual de negócios da empresa[84] e sanções pecuniárias compulsórias[85]. Caso a entidade já possuísse alguma forma de autorização para prestar serviços neste Estado, esta é suscetível de revogação.[86]. À semelhança do que prevê o MiCAR, obriga à publicação de sanções aplicadas no *site* da autoridade de supervisão, prejudicando a reputação da empresa[87].

No plano nacional, a violação do art.38.º do REI constitui um exercício ilícito de atividade, consubstanciando uma contraordenação muito grave ao abrigo do n.º 1 do art.397.º do CVM[88]. Pode ainda haver lugar a responsabilidade civil por parte dos intermediários financeiros, nos termos do art.304.º-A do CVM. Por último, em casos mais graves, é possível que esta atuação à margem do sistema se subsuma ao crime exercício ilícito de atividade, quando em causa esteja a receção de depósitos (art.200.º do RGICSF) e de manipulação do mercado (art.379.º do CVM), que preveem penas de prisão até 5 anos[89].

Transversal a todos os diplomas é a possibilidade de que as sanções recaiam diretamente sobre os membros do órgão de gestão[90].

O elevado e relativo limite das sanções, a responsabilização individual dos membros dos órgãos de gestão e a publicidade da aplicação das sanções constituem uma proteção sólida da integridade do Mercado Único, transparecendo a vontade inequívoca da UE de garantir que a solicitação inversa permaneça uma exceção delimitada, evitando que se transforme num canal de evasão regulatória.

---

[80] Cfr. elenco do n.º 5 do art.111.º do MiCAR.

[81] Al. d) do n.º 3 do art.111.º do MiCAR.

[82] A menos que tal publicação ponha em causa a estabilidade dos mercados financeiros, nos termos do disposto na al. b) do n.º 4 do art. 110.º do MiCAR.

[83] Nos termos do disposto no ponto 9 do art.1.º da CRD VI.

[84] Nos termos do disposto no n.º 2, alínea a), sub-alínea i) do art. 66.º da CRD VI.

[85] Uma sanção pecuniária compulsória é o montante devido por cada dia de incumprimento que subsista após a notificação da ordem de cessação da atividade ilícita, estando prevista na sub-alínea i) da alínea b) do n.º 2 do art. 66.º da CRD VI.

[86] Neste sentido, o art. 66.º, n.º 2, alínea a), subalínea ii) prevê coimas de até 5.000.000 EUR para os gestores responsáveis pela infração.

[87] Nos termos do art. 68.º da CRD VI.

[88] As coimas para estas infrações muito graves variam entre 25.000 € e 5.000.000 €. Além disso, o limite máximo da coima pode ser elevado ao triplo do benefício económico obtido ou, em certos casos, a 10% do volume de negócios da pessoa coletiva, nos termos do disposto no art.388.º do CVM.

[89] De acordo com o art. 420.º do CVM, se o mesmo facto constituir simultaneamente crime e contraordenação, o arguido pode ser responsabilizado por ambas, instaurando-se processos distintos.

[90] Neste sentido: n.º 6 do art. 70.º da DMIF II; n.º 1 do artigo 111.º do MiCAR e art. 66.º, n.º 2, alínea a), subalínea ii) da CRD VI. art.401.º do CVM e art. 210.º do RGICSF.

Um exemplo ilustrativo do rigor sancionatório é o caso da Binance Holdings Ltd[91]. O Banco Central dos Países Baixos considerou que o *marketing* direcionado e as promoções ativas constituíam um abuso da exceção da solicitação inversa, aplicando à empresa, em abril de 2022, uma coima de 3.325.000 euros à empresa.

6. Apreciação crítica

Uma empresa terceira ao mercado europeu que vise prestar serviços na UE encontra muitos obstáculos. A morosidade do processo de estabelecimento de uma filial e a inoperabilidade do regime da equivalência revelam um Mercado Único que parece fechar-se em si mesmo. Perante esta dificuldade de acesso, a solicitação inversa surge como a solução - como a forma imediata e desimpedida de prestar serviços de investimento.

Esta tendência é errada uma vez que uma leitura atenta do mecanismo da solicitação inversa torna clara a sua natureza enquanto direito dos cidadãos e não dos prestadores de serviços.

É paradoxal a contraposição entre o carácter extremamente garantístico dos diplomas em que a figura é prevista e o silêncio absoluto quanto aos deveres aplicáveis à atuação ao abrigo da exceção. Será que o zelo pelo combate à assimetria informativa desaparece por completo nestes casos?

A ausência de deveres por parte das entidades que prestam serviços ao abrigo das exceções de solicitação inversa é criticável. Parece partir-se do pressuposto de que o investidor é especialmente informado, mas em nenhum diploma tal é diretamente exigível. O considerando 89 do MiCAR, inclusivé, demonstra a intenção por parte do legislador europeu de colmatar esta falha. Entendemos que este regime deve ser temperado pela imposição de um núcleo mínimo de deveres, nomeadamente, os deveres de informação, de análise de conflito de interesses e de adequação.

No que toca à aplicação subjetiva do regime, é questionável que este se aplique exclusivamente a países terceiros à UE. O facto é que há uma enorme tolerância à exposição dos cidadãos europeus a países terceiros cujas normas regulatórias são assentes em pressupostos e níveis de supervisão amplamente distintos. No entanto, inibe-se que tais serviços sejam solicitados diretamente a entidades de Estados Membros que não se encontrem legalmente habilitadas a praticar esses serviços. Esta exclusão em favor de países terceiros não se entende. Não só os serviços provenientes de Estados Membros seriam mais seguros para os investidores, como assim se coloca os Estados europeus em desvantagem - obrigando-os a suportar um enorme peso regulatório, o que tem como consequência a perda de competitividade e, eventualmente, a criação de um mercado paralelo.

Por fim, cumpre-nos notar a inação por parte do legislador português que transpôs imperfeitamente a exceção ao abrigo da DMIF II (prevista apenas no REI, o que limita a sua aplicação às empresas de investimento) e a ausência de pronúncia sobre este tema por

[91] À data, a maior plataforma global de negociação de criptoativos. O seu modelo de negócio caracteriza-se pela oferta de uma vasta gama de serviços financeiros digitais, incluindo a custódia de ativos, serviços de câmbio (trading) e produtos derivados.

parte do Banco de Portugal e da CMVM, que pode gerar incertezas na aplicabilidade, com prejuízo dos cidadãos.

Em conclusão, a figura da solicitação inversa tem sido, desde a sua génese, alvo de interpretações permissivas e abusos reiterados que desvirtuaram o seu propósito original. No entanto, acreditamos que, sob uma égide de rigor e supervisão, este mecanismo pode transcender a sua atual fragilidade. Este é uma ferramenta valiosa que permite abrir as portas do mundo à Europa sem abrir as portas da Europa ao mundo. Com a efetiva delimitação e a necessária clarificação regulatória, pode ser um instrumento de autonomia e potencialização da atuação do cidadão europeu no mercado financeiro global.

Bibliografia

1) BÉTRISEY, Frédéric; WALDBURGER, Vera (2021). *Reverse Solicitation under Swiss Law*. Newsletter n.º 2 Association Suisse des Gestionnaires de fortune (ASG).

2) CÂMARA, Paulo (2026). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 5.ª edição. Almedina.

3) COMANA, Mario; PREVITALI, Daniele; BELLARDINI, Luca (2019). *The MiFID II Framework: How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry*. Springer.

4) DONEGAN, Thomas (2019). *On the existence of a pan-European reverse solicitation regime under MiFID II, and the importance on a "Hard" Brexit*. A&O Shearmen.

5) EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2025). *Report to the European Parliament, the Council and the European Commission on the exemption of third country undertakings from the requirement to set-up a branch for the provision of banking services to EU financial sector entities*. EBA/REP/2025/21.

6) EUROPEAN BANKING AUTHORITY (s.d.). *Interactive Single Rulebook: Capital Requirements Directive (CRD)*. EBA Regulation and Policy.

7) EUROPEAN BANKING AUTHORITY (s.d.). *Interactive Single Rulebook: Markets in Crypto-Assets (MiCA)*. EBA Regulation and Policy.

8) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2018). «ESMA_QA_1862: Provision of investment services and activities by third country firms», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*.

9) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2018). «ESMA_QA_1863: New categories of investment products or investment services», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*.

10) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2018). «ESMA_QA_1864: Provision of investment services and activities by third country firms», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*.

11) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2018). «ESMA_QA_1865: Provision of investment services and activities by third country firms», in *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*.

12) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2021). *Public Statement: Reminder to firms of the MiFID II rules on 'reverse solicitation' in the context of the recent end of the UK transition period*. Ref. ESMA35-43-2509.

13) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2024). *Final Report On the guidelines on reverse solicitation under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA)*.

14) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2025). *Guidelines on reverse solicitation under MiCA*.

15) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (s.d.). *Interactive Single Rulebook: MiCA*. ESMA Publications and Data.

16) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (s.d.). *Interactive Single Rulebook: MiFID II*. ESMA Publications and Data.

17) EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (s.d.). *Interactive Single Rulebook: MiFIR*. ESMA Publications and Data.

18) HUDSON, Alastair (2013). *Securities Law*. 2.ª edição. Sweet & Maxwell.

19) LOUISSE, Marije; RIJN, Mirik van (2024). *The Third Country Regime for Investment Firms*. European Business Organization Law Review, vol. 25, n.º 1.

20) LUCAS, Miguel Dinis (2023). *Prestação de serviços cross-border e por iniciativa exclusiva do cliente (reverse solicitation)*, in SANTOS, João Vieira dos; SOARES, João Luz; PIRES, Martinho Lucas; MAIA, Guilherme (coords.), *MICA: Estudos sobre a nova regulação europeia de criptoativos*. Almedina.

21) MOLONEY, Niamh (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 3.ª edição. Oxford University Press.

22) MOLONEY, Niamh (2024). *Access to the UK Financial Market after the UK Withdrawal from the EU: Disruption, Design, and Diffusion*. European Business Organization Law Review, vol. 25, no. 1, Springer.

23) PANTALEO, Andrea; VIANELLI, Andrea (2024). *(Regulatory) History in the Making: The Path to MiCAR*.

24) SKORPEN, Kristine Feyling (2023). *The Principle of Reverse Solicitation Under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA)*. European Union Law Working Papers (n.º 80), Transatlantic Technology Law Forum, Stanford-Vienna.