

## Coloquio Regulação Financeira

### Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais

Fernando Teixeira dos Santos  
Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários  
Presidente do Comité Executivo da IOSCO

### A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança

#### SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	4
2	A ORIGEM E O MODO DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIS EM PORTUGAL .....	5
3	REGULAÇÃO: IMPORTÂNCIA, OBJECTIVOS, RACIONALIDADE E AVALIAÇÃO GLOBAL .....	7
3.1	..... A Importância da Regulação nos Mercados Financeiros e no Funcionamento da Economia	7
3.2	..... Os Objectivos e a Racionalidade Económica da Regulação	8
3.3	..... Avaliação Global	10
4	PERSPECTIVAS DA REGULAÇÃO NUM PORTUGAL EUROPEU .....	12





## INTRODUÇÃO

A velocidade da **mudança** nos mercados de capitais é hoje uma realidade inegável. Podemos apontar diversas razões para estes desenvolvimentos: a **globalização**, que criou um ambiente altamente competitivo; a constante inovação nas **tecnologias de informação** que permitiu reduzir os custos de negociação e estimulou a inovação de produtos financeiros; a **criação do euro**, que impulsionou os mercados financeiros europeus no sentido de uma crescente integração pelo facto de ter feito desaparecer o risco de taxa de câmbio na zona euro.

Estas mudanças colocam desafios significativos para os reguladores financeiros europeus. Primeiramente, os obstáculos à integração que decorrem das diferenças consideradas desnecessárias nas várias jurisdições dos países da UE, e que são uma causa persistente da segmentação do mercado. Em segundo lugar, a necessidade da regulamentação acompanhar o ritmo da mudança tecnológica e do mercado, de modo a assegurar continuamente a protecção dos investidores e a estabilidade do sistema financeiro. Finalmente, um dos principais desafios para o sistema de regulação prende-se com a sua contínua flexibilidade para fazer face aos desenvolvimentos futuros.

Uma regulação eficiente para os serviços e mercados financeiros é de importância crucial para todo o espaço europeu, e para Portugal em particular, na medida em que impulsionam o crescimento económico. Crucial para a canalização das poupanças dos aforradores para o sector produtivo. Crucial também para a criação de emprego e para a protecção do investidor.

## A ORIGEM E O MODO DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS EM PORTUGAL

A regulação do mercado de capitais em Portugal e um pouco por todo o mundo tem tido uma **origem** mais **reactiva** do que **proactiva**. Se analisarmos os principais marcos da regulação financeira ao longo do último século, podemos inferir que foram os acontecimentos que criaram de uma forma geral a necessidade de regulação.

No **início do século XX**, a anarquia do incipiente mercado de valores mobiliários portugueses requeria alguma ordem quer quanto aos agentes que tinham capacidade de negociar quer quanto às regras do mercado. Daí que tenham sido aprovados o **Regimento do Ofício do Corretor**, prevendo a existência de uma categoria de corretores dedicados em exclusivo à intermediação dos negócios com valores e o **Regulamento de Bolsa**, que admite, pela primeira vez, a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários, até então considerados um segmento das bolsas de valores. São regulamentadas as operações a contado e a prazo, horários de negociação, as datas de liquidação das transacções, os lotes mínimos e máximos e são previstas operações sobre produtos derivados. Estes dois documentos assumiram uma importância tal no mercado de capitais português, que a sua vigência se estendeu, salvo alguns acertos de pormenor, ao longo de 73 anos, até praticamente à Revolução de Abril de 1974!

Os progressos económicos registados na década de 60 e nos primeiros anos da década de 70 não foram acompanhados pelas estruturas obsoletas e desajustadas da Bolsa de Valores de Lisboa, verificando-se graves problemas de liquidação de operações devido ao aumento do volume de negócios. Para corrigir estas lacunas surgiu o **Decreto-Lei nº 8/74**, reformando a orgânica e as regras de funcionamento das bolsas de valores.

Já na década de 80, e na ressaca da **crise bolsista de 1987**, o mercado nacional fica bastante abalado, surgindo um sentimento de desconfiança por parte dos investidores. Na tentativa de recuperar a credibilidade do mercado, foi criada a figura do **Auditor-Geral do Mercado de Títulos**, encarregado da supervisão dos intervenientes no mercado, e o **Conselho Nacional das Bolsas de Valores (CNBV)**, encarregue de informar e aconselhar o Ministro das Finanças sobre os assuntos relacionados com o mercado de valores mobiliários. Outras medidas pontuais no sentido da defesa e transparência do mercado são levadas a cabo nesta altura, como por exemplo, a obrigatoriedade das empresas cotadas no mercado oficial publicarem elementos contabilísticos com periodicidade semestral.

Entretanto, sente-se que a nova realidade económica portuguesa do pós adesão à CEE exige um ordenamento jurídico mais moderno. Assim, no âmbito do CNBV, foi criada, em Junho de 1988, uma secção especializada com vista à elaboração de um pacote de estudos que culminaram na aprovação do **Código do Mercado de Valores Mobiliários** (Cód. MVM) em Abril de 1991. Neste sentido, os mercados de valores mobiliários são **desestatizados, desregulamentados e liberalizados**; as Bolsas, até então detidas pelo Estado, passam para a propriedade e administração das **Associações de Bolsa**; é regulado o mercado de balcão pela primeira vez de forma sistemática; relativamente ao mercado primário, é eliminada a necessidade de autorização administrativa para as ofertas públicas; tomam-se medidas rigorosas no que respeita ao vector da informação, adoptando-se o princípio do **full disclosure**. Redobra-se também a atenção prestada ao sistema de registo, controlo e depósito dos valores mobiliários e à compensação e liquidação das operações, que haviam causado graves problemas durante os *booms* de 1973 e 1987; tratam-se com especial acuidade o enquadramento sancionatório dos **ilícitos de mercado**, designadamente o *insider trading* e a manipulação do mercado. E, de importância fundamental, cria-se a entidade responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção dos mercados de valores mobiliários: a **CMVM**.

Porém, a globalização dos mercados de valores mobiliários impõe a necessidade de adopção de uma regulamentação flexível, por forma a não comprometer a integração do mercado português.

Pretendeu-se que o Cód. MVM fosse auto-suficiente, regulando tudo em pormenor, o que o tornou muito rígido e **progressivamente desajustado** à nova realidade. O Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro, que institui o novo **Código dos Valores Mobiliários (CVM)**, vem alterar significativamente este tipo de regulação. Não afectando a continuidade dos mercados e evitando rupturas sistémicas, o novo CVM, inovador à escala europeia, procura concretizar cinco ideias principais: **codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar**.

Numa decisão estratégica e antecipada face à maioria dos mercados europeus, é também aprovado em 1999 o novo regime jurídico que reorganiza as entidades gestoras de mercado de valores mobiliários, sendo particularmente relevante a desmutualização das bolsas com a passagem das Associações de Bolsa a sociedades anónimas.

Relativamente ao modo de regulação e tendo em conta a distinção entre a regulação **negativa**, como aquela que proíbe determinadas condutas, e a regulação **positiva**, como aquela que encoraja determinados comportamentos, podemos dizer que a regulação efectuada no mercado de capitais em Portugal foi preponderantemente **negativa**. Nos últimos anos tem-se sentido por parte da CMVM um incremento de **regulação positiva**, quer através da publicação de recomendações quer ao nível de orientações.

## REGULAÇÃO: IMPORTÂNCIA, OBJECTIVOS, RACIONALIDADE E AVALIAÇÃO GLOBAL

Como vimos, o mercado de capitais português sofreu ao longo de mais de um século e meio um sucessivo incremento em termos de regulação. Este incremento da regulação foi acompanhado pelo desenvolvimento do próprio mercado, pelo que há que demonstrar a importância da regulação para o desenvolvimento do mercado de capitais em geral, e para o do nosso mercado de uma forma particular.

### A IMPORTÂNCIA DA REGULAÇÃO NOS MERCADOS FINANCEIROS E NO FUNCIONAMENTO DA ECONOMIA

O impacto do sector financeiro na economia real é subtil e complexo. O que distingue as instituições financeiras da generalidade das empresas é o reduzido peso dos activos reais no seu balanço. Ou seja, o impacto directo destas instituições na economia real é relativamente periférico. Contudo, o impacto indirecto sobre toda a economia é extraordinariamente importante. O sector financeiro faz não só a provisão do sistema de pagamentos como promove a afectação de recursos entre agentes, entre espaços, entre momentos temporais e entre *estados de natureza*, contribuindo para a eficiência económica e facilitando a especialização produtiva dos agentes nas actividades em que detêm vantagens comparativas.

Imaginar uma economia sem instituições financeiras seria uma tarefa árdua. Cada agente só poderia investir se tivesse antecipadamente realizado poupanças no montante necessário para o investimento. Esta situação seria obviamente ineficiente dado que impossibilitaria que indivíduos com bons projectos de investimento, mas desprovidos de meios financeiros, levassem a cabo tais projectos. Daí a criação de mercados financeiros permitindo que os indivíduos com poupança positiva cedam fundos aos indivíduos com poupança negativa, mediante uma remuneração.

O problema fundamental é que os investidores em activos financeiros terão que se preocupar com o comportamento dos promotores do projecto de investimento, uma vez que a sua remuneração depende muito da conduta destes. Surgem assim problemas de **selecção adversa**: a possibilidade de investir em empresas pouco competentes. Para além disso, existem problemas de **risco moral**, ou seja, as empresas utilizam os recursos obtidos de acordo com o seu interesse pessoal e não de acordo com o interesse do investidor. Podem, por exemplo, investir em projectos mais arriscados e com maior rendibilidade esperada, mas pondo em risco o cumprimento das suas obrigações para com o investidor.

Acresce que os mercados de capitais, pelo facto de formarem preços, constituem uma fonte crucial de **informação** que ajuda a coordenar as decisões descentralizadas dos agentes económicos. Uma severa disfunção ou rotura dos mercados de capitais que provoque um afastamento dos preços dos activos dos seus valores *fundamentais* e um afastamento dos investidores do mercado, poderá provocar significativos impactos em termos de bem estar social. Contudo, esta função informativa só se revela eficaz para a eficiência se os mercados forem **transparentes** na formação dos preços.

Dada a importância do mercado de capitais para a transferência de fundos entre os agentes, percebe-se que o próprio desenvolvimento económico dos países esteja dependente do desenvolvimento do seu mercado de capitais. Uma má regulação financeira pode deslocalizar investimento, afectando a tendência de longo prazo do desenvolvimento de uma dada economia. Ou seja, uma boa entidade de regulação não é condição suficiente para o desenvolvimento económico (ou pelo menos para o desenvolvimento do mercado de capitais), contudo afigura-se como uma condição necessária.

Daí que deva ser função primordial do regulador a promoção da concorrência e consequentemente da transparência, assegurando a integridade quer dos contratos financeiros transaccionados quer da informação disponibilizada ao mercado, e mantendo a confiança do público no sistema financeiro.

## Os OBJECTIVOS E A RACIONALIDADE ECONÓMICA DA REGULAÇÃO

A literatura financeira refere como grandes objectivos da regulação do sistema financeiro a **manutenção da estabilidade sistémica**, a **manutenção da segurança e solidez do sistema financeiro** e a **protecção do investidor**. No que se refere à regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários, também a **IOSCO** considera que as entidades de supervisão devem prosseguir três objectivos essenciais:

- 1- A protecção dos investidores
- 2- Assegurar que os mercados são equitativos, eficientes e transparentes
- 3- A redução de riscos sistémicos

A IOSCO recomenda ainda os seguintes princípios a adoptar pelas entidades responsáveis pela supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários:

- 1- As suas responsabilidades devem ser estabelecidas de forma clara e objectiva
- 2- Devem operar de forma independente e responsável no exercício das suas funções e poderes
- 3- Devem ter os poderes e os recursos necessários e a capacidade adequadas ao desempenho das suas funções e poderes
- 4- Devem adoptar processos de regulamentação claros e consistentes
- 5- Os seus colaboradores devem observar os mais altos padrões de profissionalismo e confidencialidade.

Neste quadro, a missão da CMVM tem evoluído ao longo dos seus 10 anos de existência. Enquanto que na génese desta instituição se afigurava como principal missão “cumprir e fazer cumprir a lei do mercado de valores mobiliários”, em 1997 destacava-se a “contribuição para o desenvolvimento económico nacional através do aperfeiçoamento do mercado...”, “contribuir para a consolidação de uma indústria financeira nacional eficiente” e “proteger o público investidor...”. No início de 1999 afigura-se como principal missão da entidade de supervisão “contribuir para assegurar a protecção dos investidores, promovendo a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência do mercado de valores mobiliários”. Existe aqui uma clara consciencialização de que a preocupação com o desenvolvimento económico não será uma prioridade na actuação da CMVM, tendo-se contudo a consciência de que um mercado de capitais eficiente e transparente é uma condição necessária para a prossecução desse objectivo. O novo Código dos Valores Mobiliários atribui à CMVM a responsabilidade da supervisão e regulação dos mercados de valores mobiliários (artº 353) definindo princípios que vão de encontro às referidas recomendações da IOSCO (artº 358):

- Protecção dos investidores
- Eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de VM
- Controlo da informação
- Prevenção do risco sistémico
- Prevenção e repressão das actuações contrárias a lei ou a regulamento
- Independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão

Já o tema da **racionalidade económica da regulação** não é aceite da mesma forma por todos os economistas, podendo-se distinguir duas diferentes abordagens: de um lado uma abordagem **liberal** e de outro uma de cariz mais **intervencionista**. A primeira, embora reconhecendo a existência de algumas falhas de mercado, defende que a regulação não permite

na prática resolver essas falhas ou, se consegue, impõe demasiados custos (excedendo os custos iniciais colocados pelo problema), custos esses que serão em última análise pagos pelo pequeno investidor. A abordagem intervencionista advoga que a regulação é em geral benéfica para o sistema económico. Ou seja, os seus defensores não descartam o facto de a regulação introduzir custos adicionais, mas consideram que estes são inferiores aos benefícios decorrentes da existência de regulação.

A actividade de regulação introduz alguns **custos** sobre os supervisionados, nomeadamente em termos **processuais**. O facto dos diversos intermediários financeiros estarem registados na CMVM, por exemplo, significa que cumpriram os requisitos mínimos para exercer a sua actividade. Contudo, os investidores poderão ler a informação de forma diversa: "como todos estão autorizados a intermediar, significa que todos são semelhantes". Na realidade, tal pode não acontecer, existindo no mercado empresas com diferentes competências e por isso com diferente risco para as aplicações financeiras dos investidores. Outra das críticas à regulação prende-se com a já referida **diminuição da concorrência**, uma vez que os fortes requisitos impostos pelo legislador implicam que não exista uma livre entrada no mercado, permanecendo o mercado com uma estrutura mais concentrada.

Contudo, a análise da racionalidade económica da regulação poderá ser sumariada em 4 grandes pontos para a supervisão e regulação do sistema financeiro:

- 1- Em primeiro lugar, há que referir a existência de potenciais problemas sistémicos associados a externalidades que podem gerar factores de instabilidade do sistema financeiro;
- 2- Em segundo lugar, não podemos ignorar a existência de imperfeições e falhas de mercado tais como problemas de agência, conflitos de interesses entre emitentes, investidores e intermediários financeiros; entre accionistas e gestores; entre gestores de fundos e seus clientes, etc. Ocorrem também situações de **definição imprecisa dos produtos** e contratos financeiros. Outras em que as **características técnicas** de muitos dos produtos financeiros são de difícil apreensão por parte do pequeno investidor, incapaz de compreender em muitos casos o elementar cálculo matemático. Em suma, existem **problemas de verificação da qualidade** no momento da compra dos produtos financeiros que não existem na generalidade dos produtos transaccionados em mercados não financeiros. Finalmente, a participação nos mercados financeiros exige, da parte dos investidores, um investimento em informação. Porém, os investidores são tentados a não incorrer neste custo se puderem utilizar a informação produzida ou obtida por outros (comportamento de *free-rider*), pelo que tal investimento tende a ser sub-ótimo.
- 3- Uma terceira razão tem a ver com a verificação de economias de escala na monitorização. Devido à natureza dos contratos financeiros, existe uma necessidade de monitorização contínua dos emitentes ou dos intermediários financeiros. A existência de uma entidade de supervisão que procede a essa monitorização permite explorar economias de escala, uma vez que é realizada em nome de todos os investidores. Para além disso, eliminam-se também os problemas de *free rider* na monitorização. Finalmente, a entidade de supervisão tem poderes sancionatórios que os investidores individualmente considerados não dispõem.
- 4- Finalmente, uma quarta razão tem a ver com a necessidade de assegurar a confiança dos investidores. A existência de informação assimétrica pode, sob certas condições, reduzir a procura de serviços e contratos financeiros. Se existirem no mercado produtos financeiros de boa e má qualidade e se o investidor for incapaz de os distinguir, então os investidores mais avessos ao risco podem optar por sair do mercado. No limite, pode mesmo haver uma destruição do mercado. A confiança é assim um bem público. No entanto, este bem público tem tendência a ser sub-

produzido uma vez que os benefícios privados para as empresas de investimento tendem a ser inferiores aos benefícios públicos. Cabe assim às entidades de supervisão zelar pela manutenção da confiança dos investidores no sistema financeiro.

Pelo que acaba de ser dito, é racional que exista uma procura de regulação por parte dos agentes económicos. Existe, contudo, um problema de agregação das preferências, bastante documentado em Economia Pública, uma vez que os agentes económicos são heterogéneos e portanto o nível de regulação óptimo será variável de agente para agente. Se a regulação for encarada pelos investidores como pouco dispendiosa e se a entidade de supervisão for muito avessa ao risco poder-se-á chegar a uma situação de excesso de regulação financeira.

Qual o nível óptimo de regulação? Esta é uma questão de difícil resposta que aconselha a que, por regra, se sujeite a regulação a uma adequada análise dos seus custos e benefícios.

## AVALIAÇÃO GLOBAL

Em termos de avaliação geral da regulação em Portugal, pensamos que os recentes desenvolvimentos foram bastante positivos, sendo em geral cumpridos os diversos aspectos da racionalidade económica da regulação.

A regulação da divulgação de informação ao mercado pretende diminuir as situações de informação assimétrica entre o emitente e o investidor. Para que todos os investidores tenham igualdade de acesso à informação considerada indispensável para o processo de tomada de decisão de investimento num dado valor mobiliário, torna-se imperioso que exista uma divulgação não só das contas das empresas cotadas como também dos factos relevantes. Ao nível da divulgação dos Relatórios e Contas assistiu-se a um incremento da frequência de publicação, passando-se de uma base anual para trimestral.

Creemos que a divulgação obrigatória de factos relevantes constituiu um aspecto essencial em termos da regulação da CMVM, obrigando-se as sociedades emitentes a comunicar tais factos à CMVM em primeira mão. A CMVM procede à divulgação imediata destes factos através do seu sistema de difusão da informação no site da CMVM na *internet*. Fica, assim, assegurada a igualdade de acesso a este tipo de informação a todos os investidores que tenham acesso à *internet*. O controlo da legalidade e acompanhamento das ofertas públicas tem também constituído uma prioridade em termos da redução das assimetrias de informação entre emitentes e investidores.

Por outro lado, também a regulação dos intermediários financeiros permite diminuir os impactos resultantes da existência de informação assimétrica entre estes e os investidores particulares. Ao nível da supervisão há que destacar no último ano o reforço da supervisão dos intermediários financeiros, intensificando-se as acções de supervisão presencial (8 em 1999, 21 em 2000 e 56 até Novembro de 2001), com particular destaque para os seguintes aspectos:

- 1- O sistema de recepção e transmissão de ordens, a concessão de crédito para investimento em valores mobiliários, a segregação funcional das actividades e a análise da informação prestada nas notas de execução das operações de bolsa;
- 2- O funcionamento e organização das sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e imobiliário e das sociedades gestoras de património.

Para além disso, também os mercados são regulamentados de modo a que exibam a maior transparência possível e permitam que se efectuem transacções minimizando o risco de incumprimento por um lado e, por outro, que os preços a que se realizam as transacções resultem do livre encontro da oferta e da procura. Sempre que no âmbito da vigilância continua

dos mercados se detectam transacções anómalas ou susceptíveis de ilicitude, procede-se a uma análise aprofundada. O combate à manipulação do mercado e ao *insider trading* tem sido uma das preocupações centrais do actual conselho directivo da CMVM (3 processos enviados à PGR nos anos de 1998-99, 14 em 2000-2001), procurando-se assim atingir os objectivos delineados pela IOSCO ao nível da eficiência e transparência dos mercados.

A CMVM iniciou também no ano transacto a vigilância dos sítios da *internet* com potencial impacto no mercado de modo a diminuir os efeitos de eventuais práticas de manipulação do mercado com base em notícias falsas ou enganosas. Para além disso, intensificou-se a avaliação do impacto da informação divulgada na comunicação social e da correspondente divulgação nos termos legais.

Também as entidades gestoras de mercados regulamentados e sistemas conexos passaram a ser alvo de supervisão prudencial e comportamental da CMVM, contribuindo para aumentar a confiança dos investidores no mercado. São ainda de salientar os progressos conseguidos ao nível da protecção e apoio ao investidor. Neste domínio, é de destacar a criação do Serviço de Apoio ao Investidor, um veículo privilegiado de informação ao pequeno investidor sobre fenómenos relacionados com a poupança e o investimento. A criação do Serviço de Mediação e Reclamações constituiu também um importante marco na protecção do investidor.

## PERSPECTIVAS DA REGULAÇÃO NUM PORTUGAL EUROPEU

Nos últimos anos assistiu-se a um incremento da cultura accionista na Europa registando-se uma deslocação significativa dos activos das famílias das instituições depositárias para intermediários não bancários. Por outro lado, com a criação do Euro, criou-se o maior mercado obrigacionista do mundo. Se é certo que estas alterações poderão ser o resultado da confiança que os europeus depositam na eficiência dos seus mercados e no papel dos reguladores, o aumento da importância do mercado de capitais para a canalização de recursos na economia requer um contínuo aperfeiçoamento das práticas de regulação e de supervisão.

Por força do processo de construção europeia, o futuro da regulação financeira em Portugal passará a ser realizado muito mais por iniciativa do legislador comunitário do que do legislador nacional.

Contudo, apesar dos progressos verificados a nível da integração dos mercados financeiros europeus, subsistem ainda inúmeras barreiras. De facto, verifica-se a ausência de regulação europeia em matérias importantes (prospectos, garantias transfronteiriças, abuso de mercado, prestação de serviços de investimento), o que impede o estabelecimento de um sistema de reconhecimento mútuo.

Em termos de harmonização legislativa no espaço comunitário, as regras de **divulgação de informação ao mercado** (factos relevantes) diferem ainda bastante entre Estados-membros, verificando-se também uma grande distância entre os EUA e a UE neste domínio. As próprias **regras de contabilidade** ainda não estão suficientemente harmonizadas. Existem ainda diversas deficiências relativas aos investidores: **os Investidores Profissionais** são frequentemente sujeitos a regras de conduta distintas, e ainda nem sequer existe uma definição precisa do que é um investidor profissional. Por outro lado, **os Pequenos Investidores** estão sujeitos a diferentes mecanismos de protecção e de resolução de conflitos.

Em termos de **crimes de mercado**, ainda não existe acordo na definição de manipulação do mercado. O funcionamento efectivo dos sistemas de liquidação e de compensação transfronteiriços está dificultado pelas diferenças legais no tratamento dos colaterais. Não existe nenhum **passaporte** para mercados ou sistemas de negociação organizados (i.e. não têm o direito a prestar serviços directamente numa base transfronteiriça). No que respeita a operações **fora mercado**, estas têm estado fora do alcance das directivas comunitárias – como, por exemplo, as transacções OTC têm que ser declaradas nalgumas jurisdições mas não noutras. Os **Intermediários Financeiros** têm um passaporte europeu mas são frequentemente sujeitos a diferentes obrigações de acordo com o Estado-membro. As OPA's também ainda não têm um regime europeu único. Por outro lado verificam-se **inconsistências entre a Directiva de Comércio Electrónico e as directivas de serviços financeiros**. As regras de **admissão à cotação** estão ultrapassadas, faltando também uma definição comum de oferta pública.

Por conseguinte, **o sistema regulatório europeu mantém-se ineficiente, evidenciando lentidão, rigidez, gerando ambiguidades e sendo incapaz de distinguir entre os princípios base ou estruturantes e as regras de ordem prática de implementação no dia a dia. Também a implementação das leis se revela inconsistente, não havendo acordo na interpretação das regras**. Existe ainda uma insuficiente cooperação entre as entidades de supervisão europeias, nomeadamente ao nível prudencial. Para além disso, os países revelam ainda muitas diferenças quer nos sistemas legais, quer nos sistemas tributários, quer barreiras de ordem comercial, política e cultural.

É neste contexto que o Relatório Lamfalussy, aprovado no Conselho de Estocolmo, propõe que se proceda à necessária harmonização do quadro legal e regulamentar tendo em vista a efectiva integração do mercado. A proposta deste comité para o modelo regulatório europeu baseia-se na existência de 4 níveis:

- 1 - Legislação – A Comissão Europeia apresenta propostas de Directivas/Regulamentos depois de um processo consultivo. Estas propostas são analisadas pelo Parlamento e pelo Conselho Europeu que devem chegar a acordo quanto aos princípios e linhas gerais para a implementação das Directivas/Regulamentos.
- 2 - Implementação – A Comissão Europeia consulta o ESC (Comité Europeu dos Valores Mobiliários) e o CESR (Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários) sobre as medidas técnicas de implementação. De seguida o CESR consulta os participantes do mercado e os investidores e envia relatório à Comissão. A Comissão apresenta uma proposta de medidas de implementação ao ESC. Finalmente o ESC vota a proposta que sendo aprovada torna-se legislação comunitária.
- 3 - Transposição – O CESR trabalha para uma interpretação harmonizada da legislação comunitária, bem como na procura de estabelecimento de princípios e orientações em áreas não reservadas ao poder legislativo, de forma a garantir uma implementação e aplicação consistente ao nível dos diferentes mercados europeus.
- 4 - Fiscalização – A Comissão Europeia fiscaliza o cumprimento da legislação comunitária pelos Estados-membros.

O mercado de capitais português deverá participar activamente neste processo europeu de integração financeira. A integração da BVLP no *Euronext* também apela a um esforço adicional em termos de cooperação e harmonização da regulação entre as entidades de supervisão dos diversos mercados pertencentes a esta plataforma de negociação.

Os próximos anos serão caracterizados por uma crescente modificação tecnológica. Esta mudança acelerará o processo de deslocalização das transacções, unirá os agentes do mercado; os agentes e os produtos financeiros sofrerão profundas alterações. Cremos que no futuro se acentuará o financiamento directo nas economias, em particular nas economias tradicionalmente baseadas no financiamento bancário.

A negociação fora dos mercados tradicionais será uma prática corrente, surgindo e desenvolvendo-se ECNs (Redes de Comunicação Electrónica) e ATs (Sistemas Alternativos de Negociação), sem uma existência física e onde a distinção entre o intermediário financeiro e a sociedade gestora do mercado será cada vez mais ténue. Nos E.U.A., os ATs competem em termos de negociação com as grandes bolsas, tendo capturado cerca de 30% do volume negociado do Nasdaq e 5% do NYSE. Na Europa, os ATs fornecem serviços de intermediação especializados para os participantes profissionais. Existem mais de 20 ATs a operar na Europa, sendo originários principalmente do Reino Unido e da Alemanha.

Estas novas plataformas estão preparadas também para negociar títulos de rendimento fixo bem como alguns produtos derivados que já eram previamente negociados numa base bilateral e em mercado de balcão. Dado que estes sistemas de negociação passam a estar acessíveis a muitos investidores, colocam alguns novos desafios às autoridades de regulação e supervisão.

O incremento do processo de internacionalização dos mercados será uma realidade no futuro próximo, acentuando-se cada vez mais o uso da *internet*. A *internet* tem possibilitado um aumento da concorrência na negociação, uma vez que um maior número de investidores poderá negociar em tempo real. Estas duas realidades têm vindo a colocar desde logo desafios para a entidade de supervisão do mercado. Por um lado, a utilização da *internet* nos mercados financeiros afigura-se vantajosa pelo referido efeito de acréscimo da concorrência; por outro, a utilização da *internet* coloca diversos problemas ao nível do sigilo das transacções e ao nível da responsabilização na transacção.

Também se têm sentido pressões para a criação de uma infra-estrutura de liquidação comum europeia que contribua para uma maior eficiência e segurança nas transacções efectuadas no espaço comunitário, suprimindo o actual entrave às transacções transfronteiriças. Esta é uma

área onde se verifica claramente uma performance significativamente superior dos E.U.A. em relação à U.E. De acordo com algumas fontes da indústria, os custos na Europa para as transações transfronteiriças são dez vezes superiores aos registados no sistema centralizado dos E.U.A. Alguns participantes do mercado e responsáveis dos sistemas de liquidação e compensação expressaram uma forte preferência pela consolidação funcional (modelo horizontal).

O desenvolvimento dos mercados de derivados também constitui um sério desafio para as entidades de regulação. Dada a complexidade das estratégias que podem ser seguidas nestes mercados, as práticas fraudulentas e criminosas requerem uma resposta firme e incisiva por parte das entidades de supervisão e regulação, não tanto no sentido da regulação (visto tais práticas já estarem regulamentadas) mas mais na supervisão dos mercados, punindo os que atentam contra a integridade e transparência dos mercados.

Outro dos desafios que se coloca à entidade de regulação prende-se com o modelo de regulação: regulação **consolidada** ou regulação **segregada**? Nos termos da regulação consolidada, todos os mercados e produtos financeiros são regulados por uma única entidade. Este modelo contrasta com a generalidade das situações existentes nas economias desenvolvidas. Exceptuando o Reino Unido, onde a FSA é responsável pela supervisão de todo o sistema financeiro, na generalidade dos países existem diversas instituições que supervisionam o sistema financeiro. No modelo segregado a supervisão pode ser realizada fundamentalmente através de uma perspectiva funcional ou institucional. Em Portugal tem sido adoptada a perspectiva funcional, sendo que uma mesma instituição é supervisionada por diferentes entidades de supervisão. As sociedades corretoras, por exemplo, são supervisionadas pelo Banco de Portugal ao nível prudencial e pela CMVM em termos da actividade. Nos EUA o modelo é diferente, as corretoras são supervisionados por uma única entidade.

Dado ter-se vindo a assistir a um incremento das relações de conglomerado, surgindo no mesmo grupo financeiro bancos, companhias de seguros, sociedades gestoras de fundos de investimento e sociedades financeiras de corretagem, cada vez mais se afigura necessária uma visão sistémica da supervisão e não uma visão parcelar. Coloca-se, por conseguinte, cada vez mais a problemática da criação de uma entidade de supervisão única para todo o sistema financeiro ou alternativamente um incremento da cooperação na supervisão, capaz de compreender todos os interesses de tão sofisticadas organizações. Foi nesse sentido que surgiu em Portugal o Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros, criando-se "canais eficientes de comunicação de informações relevantes" e coordenando-se a "actuação com o objectivo de eliminar, designadamente, conflitos de competência, lacunas de regulamentação, múltipla utilização de recursos próprios".

Outro aspecto importante no futuro da regulação tem a ver com a transparência do mercado. Nesse sentido, na passada semana a CMVM anunciou um conjunto de medidas tendo em vista o reforço da transparência no mercado de capitais português.

Não vamos aqui repetir o que então dissemos a este respeito. Contudo, gostaria de referir alguns dos diversos documentos colocados à discussão pública: Projecto de Regulamento e o Projecto de Alteração do texto das Recomendações Relativas aos Deveres de Informação sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Fiscalização do Cumprimento de Normas Contabilísticas e dos Princípios da Qualidade da Informação Prestada por Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Mercado Regulamentado, Anteprojecto de Alteração ao Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Mobiliário, Anteprojecto de Alteração das disposições do CVM quanto aos deveres de informação sobre participações qualificadas, Recomendações Sobre Relatórios de Análise Financeira e, finalmente, as Recomendações da CMVM sobre Transacções de Acções Próprias e Acções Equiparadas.

Tendo sido um tema contemplado no conjunto de medidas apresentadas, a divulgação das carteiras de valores mobiliários detidas pelos administradores das sociedades cotadas constitui uma problemática de elevada importância. Não existindo, por parte destes agentes, que podemos designar de *insiders*, qualquer intenção em cometer o crime de abuso de informação privilegiada, não deverá haver relutância em divulgar esta informação. Nos E.U.A, a SEC requer que todos os negócios efectuados pelos *insiders* sejam comunicados até ao dia 10 do mês subsequente à transacção. Posteriormente, a SEC divulga essa informação num relatório denominado de *Insider Transaction Report*. Ou seja, embora com algum desfasamento, a informação é disponibilizada a todos os investidores.

Recentemente, a actividade dos analistas financeiros tem estado também sob suspeita um pouco por toda a parte. Tal deve-se ao facto de terem sido cometidos erros significativos em muitas das análises efectuadas e, por outro lado, se ter verificado que existe um enviesamento no sentido das recomendações de compra. Contudo, a principal razão daquela suspeição prende-se com a possibilidade de, no exercício da sua actividade, os analistas estarem confrontados com diversos conflitos de interesses. Por um lado, conflitos de interesses entre a entidade emitente do valor mobiliário (que lhes faculta a informação) e uma avaliação não enviesada no sentido da compra. Por outro lado, conflitos de interesse entre a carteira própria da sociedade de investimento de que o analista faz parte e uma avaliação idónea. Por último, conflitos de interesse entre dar uma recomendação num dado sentido e, assumindo que a recomendação tem impacto no mercado, negociar em sentido inverso, ou seja praticar o crime de manipulação de mercado. Foi nesse sentido que a CMVM colocou à discussão pública as Recomendações Sobre Relatórios de Análise Financeira (*Research*), procurando disciplinar esta área de actividade, considerada fundamental para a eficiência do mercado quando realizada de uma forma idónea.

A problemática dos conflitos de interesses está também particularmente presente na gestão de carteiras, quer individuais quer colectivas. No referido conjunto de Medidas para Reforçar a Transparência nos Mercados a temática do conflito de interesses entre fundos de investimento e investidores não foi esquecida, propondo-se a Alteração ao Regime Jurídico dos Fundos de Investimento Mobiliário.

Também os desafios colocados ao nível da harmonização da legislação comunitária, da globalização dos mercados, do desenvolvimento tecnológico e da consolidação das instituições financeiras merecerão da parte da CMVM uma resposta firme e determinada tendo em vista um objectivo primordial: a protecção do investidor particular. Só assim é possível que o nosso país e a Europa permaneçam na rota dos fluxos de capitais e na rota do progresso.

1. Não é fácil fazer em cerca de dez minutos um resumo do muito que aqui foi dito e discutido sobre a regulação financeira em Portugal, no momento presente e nas suas perspectivas futuras.

A compilação dos textos das intervenções, que estará disponível oportunamente, mostrará a riqueza deste debate. Nos minutos que se seguem salientarei apenas algumas das principais questões de regulação que durante este Colóquio foram mencionadas e discutidas.

Antes de mais, ficou bem clara a grande importância da regulação financeira – da *boa* regulação financeira – para a eficiência dos mercados. Conforme foi acentuado, a regulação funciona como uma condição necessária, embora não suficiente, dessa eficiência.

Uma boa regulação é imprescindível para uma resposta adequada às tendências ou às forças que se movimentam nos sistemas financeiros português e europeu.

Claro que, perante tais forças e tendências, interessa antes de mais que todos – a começar pelos reguladores – compreendam bem as situações e definam objectivos estratégicos claros. Só assim será possível responder aos desafios que se levantam, minimizar os pontos fracos de que padece o sistema, reforçar os seus pontos fortes, contornar os riscos e aproveitar as oportunidades.

Mas no caso do Estado e dos reguladores, nenhuma visão estratégica valerá de alguma coisa se não se concretizar depois numa regulação e supervisão adequadas, sobretudo porque da qualidade do quadro regulatório depende a possibilidade de os próprios agentes económicos se poderem mover num contexto que lhes permita pôr em prática as suas próprias estratégias. E todos sabemos que, num mercado livre e competitivo, é da acção destes agentes económicos – intermediários financeiros, prestadores de serviços de mercado, empresas e investidores – que depende em última instância a existência de mercados financeiros eficientes e úteis para a economia e para a sociedade.

2. Nestes dois dias de discussão, ficaram claras algumas das tendências evolutivas e dos desafios no sistema financeiro português.

Entre outras, foram em especial destacadas as seguintes quatro forças evolutivas:

1. a progressiva formação de mercados financeiros europeus únicos ou unificados nos domínios dos valores mobiliários e dos diversos serviços financeiros;
2. a integração progressiva dos sectores financeiros tradicionais, exprimindo-se designadamente na formação de conglomerados financeiros;
3. a importância crescente das novas tecnologias no domínio financeiro;

4. o alargamento da base – mas, ao mesmo tempo, a sua diferenciação – dos investidores e outros utentes de serviços financeiros.
3. A discussão das sessões anteriores mostrou bem como estas forças evolutivas e estes desafios se traduzem em *diversos problemas de regulação*, aos quais está a ser dada ou vai ser dada resposta a curto prazo.

Estas questões colocam-se em diversos domínios, que só para facilidade de exposição se distinguem, pois, na prática, tais questões repercutem-se em todos eles.

- 1) Desde logo, colocam-se *a propósito das estruturas e do funcionamento do mercado de capitais*, designadamente:

- a *aliança ou integração da bolsa portuguesa no Euronext*, tendo sido apresentadas algumas das questões de enquadramento, harmonização e coordenação de regulação e supervisão que esta ligação suscita e a forma como estão a ser abordadas;
- a necessidade de dar enquadramento normativo adequado aos *sistemas de negociação alternativos (Alternative Trading Systems)* ao mercado tradicional de bolsa, por forma a garantir a transparência e a integridade dos mercados bem como um *level playing field* neste domínio;
- o problema central da existência e funcionamento de um *sistema de compensação e liquidação* adequado a um mercado de capitais único na Europa e respeitando os *standards* internacionais sobre esta matéria;
- a *maior integridade* que se pretende dar ao mercado com a introdução de um regime mais severo contra o *insider trading e a manipulação do mercado*;
- o aprofundamento da implementação do regime das *ofertas públicas de aquisição*, constante do Código de Valores Mobiliários, tendo sido chamada a atenção para alguns pontos desse regime que merecem ser revistos.

2) A integração financeira na Europa terá ainda importantes reflexos ao nível das *empresas*.

Basta pensar nas seguintes questões, salientadas nas sessões anteriores, que irão reclamar no curto prazo respostas apropriadas dos reguladores (traduzindo-se muitas delas em medidas previstas no Plano de Acção para os Serviços Financeiros da Comissão Europeia):

- o *passaporte comunitário* de que vão beneficiar as *empresas* que tenham um prospecto aprovado por um país-membro;
- a obrigação de as sociedades cotadas darem informação financeira de acordo com *princípios de contabilidade internacionalmente aceites (IAS)*;
- a observância pelas sociedades cotadas de princípios e regras de um bom *corporate governance*;
- a importância de as sociedades de capital aberto, que queiram participar em mercados alargados, se abrirem efectivamente ao mercado, aceitando a soberania dos investidores e o escrutínio do seu desempenho pelo mercado;

3) Uma terceira área onde se colocam importantes questões de *regulação é a dos bancos, profissionais do mercado de capitais, empresas de seguros e outros agentes financeiros*.

Basta recordar alguns dos projectos e medidas que aqui foram mencionados e debatidos:

- a revisão do regime *sobre a adequação do capital*, na sequência do novo acordo que está a ser finalizado pelo Comité de Basileia de Supervisão Bancária e do que sobre esta matéria está a ser discutido em Bruxelas;
- o *regime prudencial específico para os conglomerados financeiros*, também a ser discutido em Bruxelas (incluindo matérias tão importantes como a definição de

regras de capital ao nível de grupo e a obrigatoriedade da designação de um supervisor líder);

-as reservas colocadas pela autoridade de supervisão bancária à aplicação à banca do *full fair value* e a possível introdução, como medida mais adequada, de *provisões dinâmicas ou anti-cíclicas*;

-a *revisão do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras*, que incluirá a consagração de novos tipos de instituições financeiras e o aprofundamento e afinamento de diversos instrumentos de supervisão prudencial, designadamente o controlo de idoneidade e doutros aspectos de adequação dos responsáveis das instituições financeiras, o controlo das participações qualificadas e um papel activo do Fundo de Garantia de Depósitos em situações de crise;

-a orientação, a nível europeu, de progressivamente se ir assegurando um *level playing field* entre os intermediários financeiros de tipos diferentes, quando prestam a mesma espécie de serviços financeiros;

- a regulação da informação e outros aspectos relevantes na *venda de serviços financeiros à distância*, designadamente por comércio electrónico;

4) Foi ainda amplamente discutida uma quarta realidade dos mercados financeiros de hoje: a *participação alargada de investidores, depositantes e tomadores de seguros*.

Neste contexto, foi em especial chamada a atenção para:

-a *necessidade da existência de mecanismos específicos de apoio* a estes utentes de serviços financeiros para contrabalançar a assimetria informativa, disparidade acentuada de recursos e outras características dos mercados que os afectam;

-o *papel que as autoridades de supervisão* podem ter na formação desses meios, sem no entanto tomarem atitudes próprias de entidades de defesa dos consumidores;

-a necessidade de *diferenciar* de forma clara, dos investidores comuns, *a categoria dos investidores institucionais ou profissionais*, aos quais, por exemplo, não deve ser aplicado muito do regime protector dos investidores comuns (porque dele não precisam, redundando, conseqüentemente, em desperdício o custo da sua implementação).

- 5) Finalmente, a evolução (ou revolução ...) do sistema financeiro tem profundos reflexos ao *nível da própria organização e funcionamento das entidades de supervisão*.

Quanto ao *estatuto das autoridades de regulação e supervisão*, foi afirmado que o modelo de entidades independentes, responsáveis (*accountability*), transparentes e participativas tenderá cada vez mais a funcionar como poderoso *benchmark*.

A ESTE PROPÓSITO, FOI EM ESPECIAL SALIENTADA (PELO SENHOR GOVERNADOR DO BANCO DE PORTUGAL) A NECESSIDADE DA *LEGITIMAÇÃO* DAS DECISÕES DOS REGULADORES, QUER NO PLANO FORMAL E DE PROCEDIMENTO PELA JUSTIFICAÇÃO PÚBLICA DAS DECISÕES TOMADAS, QUER NO PLANO SUBSTANCIAL, EM ESPECIAL ATRAVÉS DO RESPEITO PELO REGULADOR/SUPERVISOR DA REGRA DE NAS SUAS DECISÕES SE BASEAR NO CRITÉRIO DA EFICIÊNCIA DOS MERCADOS E NÃO INVADIR O CAMPO DA REDISTRIBUIÇÃO (DA RESPONSABILIDADE DA INSTÂNCIA POLÍTICA).

- NO QUE RESPEITA À *RELAÇÃO ENTRE REGULADORES E SUPERVISORES*, CONTINUARÁ A TENDÊNCIA PARA A INTRODUÇÃO DE MECANISMOS QUE *SUPOREM INSTITUCIONALMENTE UMA MAIOR COOPERAÇÃO ENTRE AS AUTORIDADES DE SUPERVISÃO DE CADA UM DOS SECTORES*; ESTA INTEGRAÇÃO DA SUPERVISÃO PODE SER LEVADA AO EXTREMO COM A FUSÃO DAS DIVERSAS AUTORIDADES NUMA SÓ, (SOLUÇÃO INGLESA); OU CONCRETIZAR-SE NUMA MODALIDADE MAIS *SOFT*, POR EXEMPLO, ATRAVÉS DO ESTABELECIMENTO DE UMA INSTÂNCIA COORDENADORA, COMO ACONTECEU ENTRE NÓS COM A CRIAÇÃO DO CONSELHO NACIONAL DE SUPERVISORES FINANCEIROS, SOLUÇÃO ESTA DE UMA FORMA GERAL JULGADA AJUSTADA À SITUAÇÃO PRESENTE.

*Outra área relevante de cooperação institucional mais intensa* será a da cooperação entre os bancos centrais e os supervisores bancários e os supervisores do mercado de capitais, quer ao nível de cada país, quer ao nível da União, em relação a áreas de interesse comum (por exemplo, o dos sistemas de compensação e liquidação, intimamente ligados que estão aos sistemas de pagamentos).

*No plano europeu*, haverá, dentro de cada sector, maior integração ou cooperação no funcionamento dos reguladores/supervisores dos diversos países da União, designadamente por via de uma mais intensa e articulada cooperação e coordenação no seio dos organismos representativos daquelas autoridades.

O caso mais notável é seguramente o *novo sistema europeu de regulação e supervisão do mercado de capitais*, modelo inovador introduzido na sequência do Relatório Lamfalussy e que visa assegurar uma regulação mais flexível, pronta e eficiente.

Este novo sistema de regulação traduz-se num reforço de poderes da Comissão Europeia, numa responsabilização do Governo por questões regulamentares de mercado de que estava de certo modo afastado, e numa perda de poderes regulamentares da CMVM. Mas a CMVM, no seio do CESR (Committee of European Securities Regulators) – isto é, de forma partilhada com os seus pares – mantém uma importante intervenção na preparação das medidas regulamentares comunitárias.

Do ponto de vista dos reguladores (representados neste Colóquio pelo Presidente do CESR), alguns aspectos estão ainda por definir claramente, como, por exemplo, o do grau de intervenção do CESR na preparação das medidas e o do âmbito das instruções que receberá da Comissão Europeia, questão que pode ter a ver com o estatuto de independência do Comité.

Na área da banca e dos seguros, mantêm-se os sistemas de supervisão exclusivamente nacionais, embora com tendência para uma cooperação cada vez mais intensa (no âmbito, p.ex., do Comité de Supervisão Bancária do SEBC).

4. Estes, alguns dos principais problemas de regulação que aqui foram discutidos.

Mas se nos cingirmos *aos grandes princípios e objectivos da regulação*, tivemos a oportunidade de verificar que os princípios e objectivos dos últimos anos se mantêm bem firmes (como o da supervisão prudencial das estruturas financeiras, o da integridade e transparência dos mercados, e o da promoção da actuação regular dos intermediários financeiros e do apoio ao investidor).

Mas um objectivo que parece sair reforçado nos últimos tempos é o da *participação das entidades de supervisão no combate ao crime financeiro ou que use o sistema financeiro como instrumento* (como se prova pelos novos regimes em perspectiva para o *insider trading*, a manipulação de mercado e sobretudo o *alargamento do combate contra a lavagem de dinheiro*).

Relativamente às *abordagens ou métodos de regulação/supervisão*, foi salientado pelo Senhor Governador do Banco de Portugal que, ao lado dos métodos tradicionais, três novas abordagens tenderão a ter cada vez mais destaque como métodos de regulação e supervisão, a saber: a disciplina do mercado, os sistemas de controlo interno, de avaliação do risco e *corporate governance* dos supervisionados, e a maior *accountability* do regulador/supervisor.

5. Quem são os *protagonistas* desta regulação / supervisão ?

Quais as tendências que se detectam quanto a este ponto?

A regulação financeira em Portugal (como de resto noutros países) é constituída por regras que se formam ou são geradas *em várias camadas de intervenientes*: há naturalmente o legislador comunitário, depois o legislador nacional e o regulador administrativo, que pode ser o Governo, mas que entre nós tem sido em larguíssima medida constituído por reguladores independentes (Banco de Portugal, CMVM e ISP). E ainda devemos considerar, no topo, as organizações internacionais que, embora sem poderes normativos, estão na origem de muita da regulação produzida (como o Comité de Basileia, o GAFI, o

CESR) e, na base, os próprios operadores ou alguns deles com poderes de auto-regulação (é o caso típico da bolsa).

*O que é que se antevê entre nós, nos tempos próximos quanto a estes protagonistas?*

Antevê-se, por um lado, a manutenção destas diversas camadas de intervenientes, mas, por outro lado, algumas modificações ou tendências, em especial:

- 1.<sup>a</sup> *diminuição da incidência da auto-regulação da bolsa*, em virtude sobretudo da sua conversão em sociedade anónima com fins lucrativos; esta alteração verificou-se principalmente em países em que a bolsa tinha fortes poderes regulamentares e em que portanto era mais forte o risco de conflito de interesses (por exemplo, o poder de aprovar prospectos, como era o caso da bolsa de Londres, mas não o da nossa);
- 2.<sup>a</sup> *o papel crescente, de incentivo à boa regulação e de coordenação, das organizações e instâncias internacionais* (como o FMI, a IOSCO, o Comité de Basileia, o *Financial Stability Forum*, etc.);
- 3.<sup>a</sup> e no caso da Europa e dos mercados de capitais em particular, as tendências já referidas de (1) uma certa *deslegalização* a nível comunitário (o Parlamento e o Conselho passarão a definir apenas os princípios das novas medidas normativas comunitárias), (2) de uma certa *centralização* do poder de regulação administrativa em Bruxelas (sobretudo na Comissão Europeia), e no caso português, (3) uma certa perda de poderes formais de regulamentação por parte da CMVM (4) e a possibilidade de uma maior intervenção em matéria regulamentar do Ministério das Finanças através da sua participação no recém-criado Comité dos Valores Mobiliários.

Por outro lado, haverá tendência para uma *maior participação* dos profissionais financeiros e dos investidores e outros utentes dos serviços financeiros na discussão e preparação das políticas e das medidas dos reguladores e supervisores.

Mas seja qual for a distribuição de responsabilidades de regulação, a verdade é que grandes são as tarefas que se colocam e se continuarão a colocar a todos os reguladores, como estes dois dias de trabalhos bem o mostraram.

Muito foi o trabalho realizado e muito mais é aquele que o mundo financeiro em mudança convida todos estes protagonistas a desenvolver.

E a vontade para isso não falta, como este encontro bem mostrou.

Centro Cultural de Belém

15 e 16 de Novembro de 2001

José Nunes Pereira

Comissário do Colóquio

Princípios e objectivos da regulação financeira

## I – CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

### 1.1. *Do conceito de regulação na ciência política e administrativa.*

Para falar com suficiente clareza dos princípios e objectivos da regulação financeira é necessário procurar demarcar o mais rigorosamente possível o sentido e o alcance do conceito *regulação* no domínio do sistema que o artigo 101º CRP denomina “sistema financeiro”.

A questão não é de resposta fácil. O termo *regulação* está muito longe de ser unívoco no vasto campo das ciências sociais (políticas, económicas e financeiras, sociológicas...), das ciências e tecnologias ou das ciências jurídicas. Por exemplo, na versão cibernética clássica, o termo denota um conjunto constituído por um *regulador* e pela *instalação regulada*, o qual é comandado, ou mantido em operação, por meio de um dispositivo associado ao controlo automático (em “*feed-back*” ou retroacção). Aqui a regulação corresponde ao trabalho de um sistema bloqueado (“sistema-escravo”, “asservi”), isto é, inteiramente subordinado a parâmetros pre-determinantes da sua actividade e, por isso, insusceptível de se adaptar ou de evoluir à margem do repertório das soluções ou “estados do sistema” que se acham, de qualquer modo, armazenados no seu dispositivo ou programa.<sup>1</sup>

Em todo o caso, a regulação ciberneticamente entendida — na qual a realidade regulanda é comandada ou mantida por um dispositivo associado a um controlo automático — afigura-se ser uma *caricatura* do sistema social, na medida em que ignora a dimensão estratégica (isto é, irredutivelmente imprevisível) do comportamento humano, separando, para um lado, ordens, necessidades e requisitos abstractos, inscritos no sistema, e, para o outro, os actores concretos, as pessoas de carne e osso; não trata de homens ou agentes, mas de funções e relações e de circuitos de informação. Em síntese, esquece “*a radical imprevisibilidade do comportamento humano*”<sup>2</sup>.

No campo político-social a regulação aparece hoje — nota-o Luhmann — como conceito-chave ou como instrumento necessário à própria compreensão racional da história e da sociedade. Configura, então, o caminho que resta da ambição de *calculabilidade* e de *moldabilidade* do futuro, fracassadas que estão, por um lado, a ideia de uma natureza garante da previsibilidade das mudanças e, por outro, a ideia de uma planificação onisciente, fruto de uma presumida capacidade dos dirigentes sociais para antever ou antecipar com rigor o futuro — uma e outra tornadas ilusórias nas sociedades “de risco”, onde a *normalidade* também compreende, um tanto paradoxalmente, a *catástrofe* e o *caos*<sup>3</sup>. Neste contexto, a única maneira de atenuar a incerteza sobre a evolução das coisas estaria nas contínuas intervenções do agente histórico (pessoa, grupo ou corpo social) no processo social, com o objectivo de manter, *dentro de certos*

---

<sup>1</sup> M. Crozier/E. Friedberg, *L'Acteur et le système, Les contraintes de l'action collective*, ed. Seuil (1977), p. 210. Segundo estes autores, o modelo do sistema-escravo, “*retomado por politólogos imaginativos, desemboca em proposições... ultradeterministas ou ultravoluntaristas, umas e outras caracterizadas pela total ausência de captação da realidade*”, p. 211. Por seu lado, Lucien Mehl, *Elementos de uma teoria cibernética da Administração*, trad. de Dá Mesquita Gonçalves, ed. pol. AEISCSP, Cap II (ps 34-99), ao distinguir vários sentidos do termo *regulação*, inclui no sentido mais geral “*o assegurar a marcha regular do sistema comandado (conservação de um valor de referência; continuidade ou sucessão normal de operações)*”; o conceito abrangerá, assim entendido, por conseguinte, o “*comando do sistema*”, bem como a sua “*pilotagem e condução*”, cfr. p.13.

<sup>2</sup> Crozier/Friedberg,, cit., p.210 s.

<sup>3</sup> A *catástrofe* e o *caos*, tradicionalmente concebidos como ocorrências ou singularidades impenetráveis para a razão e para a ciência, passaram, nas últimas décadas, a fazer parte também do domínio da razão científica. Mais: a sua teorização (vejam-se, v. g., René Thom, *Paraboles et Catastrophes*, tr. fr., Flammarion, 1983, e Gleick, *La Théorie du chaos. Vers une nouvelle science*, tr. fr. Flammarion, 1991) permitiu abrir à Ciência portas diante das quais ela parava (turbulências, flutuações, fenómenos complexos, isto é, não domináveis linearmente— uma população animal, o deslizar de um fluído, um órgão biológico, uma tempestade atmosférica, etc.).

*limites de tolerância*, as variações ocorrentes no sistema em foco (mercado, indústria, ecossistema). A regulação seria assim o meio de evitar que a história flua às cegas ou ande à total revelia da previsão e da acção humanas<sup>4</sup>.

1.2. *Do conceito legal de regulação e suas flutuações*. De origem anglo-saxónica, a expressão *regulação* foi-se instalando entre nós na linguagem das leis e da doutrina jurídica (administrativística, jurídico-económica, comercialística)— com destaque para as “leis burocráticas” de Bruxelas e suas traduções oficiais — sem que se tenham tomado em conta conceitos e institutos jurídicos próprios da cultura continental-europeia, a que, porventura, andam associados sentidos, em ampla medida, concordantes com os daquele termo.

Conceitos como *dominância*, *orientação*,  *direcção*, *tutela*, *controlo*, *supervisão*, *superintendência*, *inspecção*, *verificação*, que relação têm com o conceito de regulação, adoptado nas leis actuais, nomeadamente no Código dos Valores Mobiliários (CVM)<sup>5</sup>? Este diploma, por um lado, separa *supervisão* e *regulação* (artigo 253º/1/a) e b), distinguindo na supervisão a *supervisão contínua* (artigo 262º), a *supervisão prudencial* (artigo 363º) e a *fiscalização* (artigo 364º), e, por outro lado, faz coincidir *regulação* com *regulamentação* (conjunto dos regulamentos da competência da CMVM, artigo 369º). Por exemplo: os conceitos tradicionais “fiscalização”, “controlo”, “tutela” parecem ter sido, todos eles, envolvidos pelo CVM na expressão supervisão.

Parecia mais indicado que a lei seguisse o caminho da ciência da administração e da ciência política e conferisse ao conceito de regulação um sentido amplo, guardando, eventualmente, o conceito *de supervisão* para a denotação de alguns dos poderes que integram o conteúdo da regulação. Em vez disso, a lei trata a regulação como sub-espécie da supervisão.

1.3. *Regulação e controlo*<sup>6</sup>. O conceito de controlo exprime uma relação entre duas entidades (o controlado e o controlador), supostamente autónomas entre si, até certo ponto distantes, mas reciprocamente interactivas, de tal modo que “*onde exista subordinação de uma entidade à outra falar-se-á de obediência, de instrução ou de tutela, mas não de controlo*”<sup>7</sup>. Tratar-se-á, no vasto campo do direito público (direito constitucional, direito administrativo e direito judiciário), de uma operação cuja estrutura interna se identifica por quatro elementos essenciais:

1º— um *termo concreto*, sobre o qual ou a pretexto do qual se exerce o acto ou juízo de controlo (um mercado, por exemplo);

2º — um *termo abstracto* (padrão, medida ou critério de valor), que servirá para a *comparação* inerente ao juízo de controlo;

3º — a *aproximação* entre os dois termos (ao fim e ao cabo, o acto ou juízo de controlo);

---

<sup>4</sup> Niklas Luhmann, *Die Wirtschaft der Gesellschaft*, Surkamp (1989), p. 324—349.

<sup>5</sup> Deve reconhecer-se que em relação a qualquer destes conceitos da teoria da organização talvez seja verdade o que Gehrig escreveu em 1969 a respeito de controlo: “não é possível uma determinação material geral do conceito de controlo que possa valer para todos os controlos ocorrentes nos mais diversos campos da vida” (Cfr *Parlament—Regierung—Opposition. Dualismus als Voraussetzung für eine parlamentarische Kontrolle der Regierung*, p. 11).

<sup>6</sup> Püttner, Günter — *Verwaltungslehre* 3ª ed., V. C.H. Beck (2000), p.339 ss ; H. J. Wolff/O. Bachof/R. Stober, *Verwaltungsrecht*, Bd. 3, §161; Chevallier, J. — *Science administrative* 2ª ed. (1994); Bergeron, Gérard— *Fonctionnement de l’Etat*, Paris, 1965, p. 50 ss;; Krebs, Walter — *Kontrolle in staatlichen Entscheidungsprozessen. Ein Beitrag zur rechtlichen Analyse von gerichtlichen, parlamentarischen und Rechnungshof-Kontrolle*, 1984, p.4 ss;

<sup>7</sup> Assim Scheuner, Ulrich — *Die Kontrolle der Saatsmacht im demokarischen Saat. Die Eingrenzung der Macht in der Verfassungsordnung der Bundesrepublik Deutschland*, Hannover(1977), p. 10 ss. J. M. de la Cuétara põe em destaque também a ideia de a regulação económica “partir da existência de um âmbito de liberdade que deve ser regulado”, cfr. *La Regulación Subsiguiente a la Liberalización y Privatización de Servicios Públicos*, p. 196, in *Os Caminhos da Privatização da Administração Pública*, IV Colóquio Luso-Espanhol de Direito Administrativo, Coimbra Editora (2001).

4º — a razão de ser ou a *finalidade* do acto de controlo.

Isto é: definido como fenómeno, o controlo compara ou relaciona dois factores — o *valor-devido* ("soll-ist") e o *valor-que-é* ("ist-wert")<sup>8</sup> — e pressupõe como elementos um *critério*, um *objecto* e a *determinação* de uma relação entre ambos. O *processo básico de controlo*, onde quer que este tenha lugar e o que quer que seja controlado — por palavras de Wheirich e Koontz — compreende três passos distintos: (1) o estabelecimento de padrões, valores ou critérios de aferição; (2) a avaliação do cumprimento destes padrões ou critérios na situação concreta; (3) a correcção das variações ou desvios àqueles padrões de referência<sup>9</sup>. Neste passo (3) toma corpo o efeito do acto de controlo sobre a acção controlada — um efeito que pode ir, numa escala de intensidade descendente, de 1º - *dominação*; 2º - *direcção*; 3º - *limitação*; 4º - *vigilância*; 5º - *verificação*; até 6º - *registo ou comparação*<sup>10</sup>.

Ora é flagrante a coincidência entre este conceito geral de controlo e o conceito de regulação das ciências sociais acima apontado. Também a regulação se concebe como operação que parte da constatação de uma *diferença* entre a *orientação verificada* na situação e a *orientação desejada* para ela e que procura, no limite, reduzir esta diferença a nada. O processo é *contínuo*: a uma acção de redução da diferença detectada, seja em razão das circunstâncias externas, seja em razão da falta de precisão do movimento, seguir-se-á, por regra, a necessidade de corrigir de novo o curso das coisas, para preservar o rumo pre-estabelecido<sup>11</sup>. O "agir regulativo" — outro nome para a regulação, segundo Renate Mayntz — implica *ex definitione* a indicação de um *sujeito* (todo o agir é de um sujeito), de um *objecto* (aquilo que é regulado) e de uma *intenção* (*o para quê* da regulação)<sup>12</sup>. E deixa clara a normalidade das perdas na actividade de controlo, já por causa de efeitos acessórios inesperados ou indesejados das medidas adoptadas, já por défice da execução destas, já em virtude da chamada *auto-destruição das profecias* ("self-fulfilling/self-defeating prophecies"). "*Quem põe um fim no mundo tem de jogar o fim contra o mundo — o que pode não correr bem ou, de algum modo, não tão bem como se esperava*" (Luhmann).

1.4. Na literatura jurídica os conceitos de supervisão, controlo ou regulação na área da actividade bancária e dos mercados de valores imobiliários também estão longe da univocidade de sentidos, aparecendo frequentemente amalgamados ou sobrepostos entre si.

Assim, uma parte da doutrina reconduz, em geral, as intervenções da Administração Pública nos mercados financeiros ao conceito de supervisão. É o caso, no fundo, de Menezes

---

<sup>8</sup> Etimologicamente parece que a expressão deriva de "rotulus"(lat.), "rôle" (fr. antigo) — isto é, "papel" — e "contra-rotulus" ("contre rôle", "contrôle") — isto é, "contra-papel"—, a última das quais ("contra rotulus" ou "contra-registo") traduzia, no contexto das finanças do Estado, a *confirmação* da correcção das contas por parte de quem as tomava, Cfr. W. Krebs, p. 4.

<sup>9</sup> Weirich, H. /Koontz, H — *Management a Global Perspective*, 10ª (1993), p. 578 ss.

<sup>10</sup> Escala apresentada por Bergeron, Gérard, cit., p. 50. É claro que o 1º tipo de efeito (dominação) ultrapassa a relação de controlo, uma vez que a acção controlada passa, aí, a ser obra da entidade de controlo e do seu poder próprio. Ver sobre esta escala e o seu potencial explicativo, W. Krebs, cit., p. 5 s.

<sup>11</sup> Cfr Luhmann, cit., p. 329 ss., onde se utiliza, para exemplo prático da regulação, o mecanismo da retroacção ("feed-back"): "o objectivo é minimizar uma diferença (no caso do termostato, uma diferença de temperatura) e controlar continuamente o desvio que, aliás, se renovará sem cessar".

<sup>12</sup> Renate Mayntz, *Politische Steuerung und gesellschaftliche Steuerungsprobleme — Anmerkungen zu einem theoretischen Paradigma*, Jahrbuch zur Staats- und Verwaltungswissenschaft I (1987) p. 93 ss. A definição da regulação como "*agir regulativo*" ("Steuerungshandeln") faz destacar — nota Luhmann, cit, p. 329 — os "limites da regulação", isto é, as "contraintes", que resultam externamente do conceito para o regulador e para a teoria que este segue: pode tratar-se de *efeitos acessórios* não esperados e/ou não desejados; (2) dos chamados *défices de execução*; ou (3) das chamadas "*self-defeating prophecies*".

Cordeiro, Simões Patrício e Nunes Pereira<sup>13</sup>. O primeiro serve-se, a bem dizer apenas, do *conceito de supervisão* (bancária), distinguindo a *supervisão geral*, exercida sobre todo o sector bancário e expressa através de normas regulamentares, e a *supervisão stricto sensu*, correspondente ao controlo individual de cada instituição (financeira) e traduzida em actos administrativos em sentido próprio. Define globalmente a supervisão como “actuação desenvolvida pelo Estado ou por outros entes públicos sobre os banqueiros, de modo a controlar a sua actividade” e associa-a ao *acompanhamento* das instituições supervisionadas por parte das entidades supervisoras. Não muito longe anda Simões Patrício, para o qual a supervisão também é sinónimo de controlo ou fiscalização, um controlo exógeno, permanente, “vitalício” ou de “trato sucessivo”, onde estará incluída a própria regulamentação ou disciplina normativa da actividade a ela sujeita. Simões Patrício reconduz, por outro lado, a regulação ao “conjunto de regras que globalmente disciplinam o mercado e os serviços financeiros”, com vista, como propõe a OCDE, à prevenção de riscos sistémicos; acaba por fazer apelo à *regulação prudencial* (que abrangeria medidas de regulação propriamente dita e medidas de supervisão) e termina por dizer que “essencialmente é como supervisão prudencial que tal controlo se designa”.

Nunes Pereira, por seu lado, centra-se na *supervisão prudencial*. Esta abrangeria as actividades dos mercados financeiros e as suas relações com os clientes, tendo o objectivo de garantir a estabilidade e a consistência dos intermediários financeiros e, conseqüentemente, de proteger os clientes e investidores. De acordo com a lei, seja o CVM (artigo 363º,2), seja o RGIC (artigos 94º ss), a supervisão prudencial visa manter a situação das instituições supervisionadas no respeito por determinados índices de fiabilidade estabelecidos na lei (capital social mínimo, composição dos fundos próprios, reservas, limites de assunção de responsabilidades, etc., etc.), para que as operações realizadas no mercado não ponham em risco intolerável a estabilidade financeira da própria instituição ou, mesmo, todo o sistema financeiro (*risco sistémico*). Certo é, também aqui, o facto de à supervisão se ligar a ideia de continuidade, isto é, a ideia segundo a qual a actividade supervisora, reguladora ou controladora, como se queira, se exerce sem interrupções ou soluções de continuidade. A entidade administrativa — di-lo a lei para a CMVM (artigo 362º CVM)— acompanha de *modo contínuo* a actividade das entidades sujeitas à sua supervisão, *ainda que não exista qualquer suspeita de irregularidade*.

Outra parte da doutrina jurídica prefere o conceito de regulação ao de supervisão, compreendendo o primeiro como *“organização e estabilização da acção de forças importantes mediante pequenos artificios capazes de as canalizar num ou noutra sentido”*, de tal maneira que o regulador económico mantém *“as forças poderosas derivadas da procura de lucro e da inovação tecnológica dentro de certos limites”* (J. M. Cuétara). Vital Moreira, tomando para foco da sua construção a regulação (não a supervisão ou o controlo)<sup>14</sup>, distingue, na linha da literatura americana, entre *regulação económica* e *regulação social*— a primeira tendo por objecto a actividade económica, em si e por si, (v.g. o acesso à actividade, o mercado e os preços, a quantidade e natureza dos produtos); a segunda com finalidades exteriores à actividade económica (a protecção ambiental, a segurança ou outros interesses não-económicos dos consumidores). Em geral atribui à regulação, no campo do direito económico, o sentido operativo de *“alterar o comportamento dos agentes económicos (produtores, distribuidores, consumidores) em relação ao que eles teriam se não houvesse a regulação, isto é, se houvesse apenas as regras do mercado”*<sup>15</sup>. Um conceito de regulação assim amplo e dinâmico permite racionalizar a *natural reversibilidade* das medidas regulatórias que a ordem jurídica consagra neste domínio.

---

<sup>13</sup> Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário* (1999), 126 ss; Simões Patrício, *Aspectos Jurídicos da Supervisão Bancária*, in *Scientia Iuridica*, Vol. XLVIII, 1999, p. 151-181; Nunes Pereira, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários*, in *Boletim de Ciências Económicas da FDUC*, 1997, p. 13-65.

<sup>14</sup> Vital Moreira, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra 1997, esp. p. 34 ss.

<sup>15</sup> Cfr. Vital Moreira, cit, p. 36.

Nas páginas que se seguem a regulação administrativa dos mercados financeiros (isto é, a levada a efeito nestes mercados por entidades da Administração Pública) corresponderá à ideia de *controlo administrativo* das actividades e do sistema financeiro. Por conseguinte, os *princípios e objectivos* da regulação financeira, a considerar nesta intervenção, são os que dizem respeito a toda e qualquer forma de controlo levado a efeito pela Administração Pública relativamente às actividades e aos agentes e instituições dos mercados financeiros. Quer dizer: o conceito de regulação ou de controlo, a seguir usado, compreende as formas de actividade que as nossas leis incluem no âmbito da supervisão; por outro lado, deixa de fora todas as formas de intervenção não-administrativas nos mercados financeiros (v.g. o controlo parlamentar e o controlo dos tribunais administrativos ou do Tribunal de Contas).

## II — O mercado financeiro e sua mobilidade

2.1.O sistema financeiro, tal como aparece no artigo 101º CRP, apresenta uma dupla dimensão — objectiva e subjectiva. Ali, compreende as normas, os princípios e as formas jurídicas disciplinadoras do comportamento dos agentes e instituições financeiras (públicas ou privadas); aqui, abrange os sujeitos (pessoas singulares ou institucionais) que operam directamente nos mercados financeiros e as entidades administrativas que neste domínio exercem funções de controlo<sup>16</sup>.

Quer dizer: do sistema financeiro fazem parte os órgãos administrativos legalmente incumbidos da regulação dos mercados financeiros — como o Banco de Portugal (BP), a Comissão dos Mercados de Valores Mobiliários (CMVM), o Instituto de Seguros de Portugal (ISP), o Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP) e o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF). Trata-se, em geral, de entidades que pertencem à *administração indirecta do Estado*, por isso que estão sujeitas, segundo a lei, aos poderes de *superintendência e tutela* do Governo (artigo 119º/d) CRP). Por exemplo, o plano anual de actividades e os orçamentos, bem como o relatório da actividade em cada exercício, o balanço e as contas estão sujeitos à aprovação do Ministro das Finanças (para a CMVM ver o artigo 9º, b), c) e d) do Estatuto, aliás, a alínea e) deste artigo estabelece, inclusive, o dever do Conselho Directivo de cumprir e fazer cumprir as deliberações do Conselho de Ministros e as decisões do Ministro das Finanças, tomadas no exercício dos poderes de tutela; para o ISP ver artigo 12º, alíneas b), c) e g) do Estatuto; para o IGCP ver o artigo 11º, 1, al. d) do Estatuto) .

O BP, em todo o caso, ocupa uma posição *sui generis*: integra o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), deve actuar em conformidade com as orientações e instruções do Banco Central Europeu (BCE) (v.g. 14º do *Protocolo relativo aos Estatutos do SEBC e do BCE*) e acha-se, nesta medida, fora dos poderes de controlo e tutela do Ministro das Finanças. Por outro lado, as deliberações do Conselho de Administração que o Governador, fundamentadamente, entenda possam afectar a sua autonomia de decisão enquanto membro do conselho geral do BCE ou o cumprimento das obrigações do Banco enquanto parte integrante do SEBC, carecem do seu voto favorável. Por outras palavras, neste domínio o Governador dispõe de um direito de veto perante o Conselho de Administração. Por fim, o Governador é nomeado pelo Conselho de Ministros, sob proposta do Ministro das Finanças, e pode ser demitido pelo mesmo processo (*princípio do paralelismo de formas e competências*) mas somente nos casos de ter deixado de possuir os requisitos necessários para o exercício das suas funções ou de ter cometido falta grave. Do acto de demissão, porém, cabe recurso de anulação para o Tribunal de Justiça (Luxemburgo), e, não, para a jurisdição administrativa portuguesa (artigo 14º do Estatuto

---

<sup>16</sup> Gomes Canotilho/Vital Moreira, *Constituição Anotada*, 3ª ed., comentário ao artigo 104º, p. 453 s.

do SEBC e, ainda, artigo 292º TCE). Em suma, o BP deixou de ser, em larga medida, órgão da Administração Pública portuguesa.

Por este motivo, a seguir teremos em vista, sobretudo, o BP (apenas no que toca à matéria relativa ao controlo das instituições de crédito e suas actividades), a CMVM (mercados de valores mobiliários, actividades e instituições eles ligadas, ofertas públicas) e o ISP (instituições de seguros e actividade seguradora).

2.2. Dos interesses públicos “causais” típicos da regulação administrativa dos mercados financeiros.

2.2.1. Os *primeiros* princípios e objectivos da regulação financeira — os seus “*over-arching goals*”— encontram-se enunciados na Constituição da República.

De acordo com o texto constitucional, cabe ao Estado intervir em geral nos mercados com vista a assegurar o seu *eficiente funcionamento*, garantindo a *concorrência sadia ou equilibrada* entre as empresas, contrariando as formas de organização monopolistas e reprimindo os abusos de posição dominante ou quaisquer outras práticas lesivas do interesse geral (artigo 81º, e), CRP).

À luz deste princípio constitucional, a justificação racional para a intervenção do Estado na economia é, a bem dizer, aberta ou ilimitada: qualquer dos argumentos ou razões catalogados pela teoria económica pode ser usada pelo legislador português para fundamentar a intervenção da mão pública nos mercados. O Estado, por exemplo, pode intervir, em geral, para proteger um monopólio natural ou para desfazer uma situação monopolista considerada lesiva da eficiência do mercado; para compensar externalidades; para combater uma informação inadequada; para limitar a concorrência excessiva e as suas consequências nefastas (“empty-box”); para equilibrar o poder negocial entre produtores e consumidores; para racionalizar a dimensão das empresas; para limitar as aquisições supérfluas de produtos custeados de facto por outrem (“moral hazard”), etc. Pode fazê-lo, por via de um qualquer destes ou outros argumentos, ou de vários ao mesmo tempo, desde que compatíveis entre si<sup>17</sup>.

É certo que a regulação económica e social através da Administração Pública tem estado, nos USA e na Europa, sob o fogo vivo da crítica. A nova exaltação do indivíduo e da sociedade liberal e as profecias negras ou de catástrofe acerca do “Estado-providência” (“welfare state”) têm dado corpo a uma cultura adversa ao intervencionismo do Estado nos mais variados domínios. Ralf Dahrendorf sintetizou em três os argumentos jogados nesta polémica epocal (digamos assim) contra o Estado: a *oposição azul* (contra a burocracia, pela redução dos impostos e pela diminuição do papel do Estado), a *oposição vermelha* (pelo aprofundamento da democracia, pela participação e pela igualdade de todos) e a *oposição verde* (por um estilo de vida diferente, com desprezo pelo crescimento económico, a favor da protecção da “natureza” e do retorno ao mito do “bom selvagem”). Apesar da onda privatizadora que assim alastra por toda a parte, assiste-se de novo a uma certa reabilitação do Estado por ser também cada vez mais evidente a necessidade de alguém assumir o encargo de ajustar permanentemente os comportamentos e as estratégias de todos os actores sociais. Pela *mediação* da Administração Pública, os interesses particulares em confronto são “*articulados, harmonizados, agregados*”, o que a faz aparecer “*como princípio de ordem e coesão cuja acção visa manter em conjunto os diversos elementos constitutivos da sociedade impondo-lhes a disciplina de um projecto colectivo*”.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Como nota Stephen Breyer, *Regulation and Its Reform*, Cambridge, Harvard University Press, 1982, in Peter H. Schuck, *Foundations of Administrative Law*, Interdisciplinary Readers in Law 1994, p.17 ss.

<sup>18</sup> Como escreve J. Chevalier, *Science administrative*, 1998, p. 16 e p. 236. Em linha de pensamento paralela, Mark Seidenfeld, *A Civic Republican Justification for the Bureaucratic State* (in Peter H. Schuck, cit. p. 27) escreve: “o

Por último, o limite à extensão e intensidade da intervenção do Estado nos mercados decorrerá *more iuridico*, por um lado, da necessidade da manutenção do modelo global da economia de mercado perfilhado pela Constituição — isto é, o modelo que respeita a “liberdade de iniciativa e de organização empresarial no âmbito de uma economia mista” (artigo 80º, al. c) CRP) — e, por outro, do binómio regulação-subsidiariedade (artigo 6º, CRP, artigo 2º, TUE, artigo 5º TCE e Declaração do Conselho Europeu de Edimburgo, de 12.12.92). O que significa que a intervenção do Estado nos mercados continua a ser uma questão de *razão pública*<sup>19</sup>, em que a *justiça*, a *solidariedade* e a *dignidade humana* precisam de ser continuamente ponderadas e optimizadas entre si.

2.2.2. Especificamente quanto aos mercados financeiros, a intervenção do Estado tem de se pautar pelos parâmetros estabelecidos pelo artigo 101º CRP. Esta disposição constitucional começa por estabelecer o *princípio da legalidade* da actividade administrativa no âmbito do sistema financeiro, definindo, depois, os objectivos sectoriais da intervenção do Estado: garantir a *formação, a captação e a segurança das poupanças* e, bem assim, a *aplicação* dos meios financeiros ao *desenvolvimento económico e social*.

As leis que disciplinam as instituições de crédito, os mercados de valores imobiliários e os mercados de seguros modelam e desenvolvem estes princípios constitucionais específicos. Paradigmáticos, neste domínio, são os artigos 358º ss, CVM, 76º ss, RGIC, e 157º, DL 194-B/98, que assinam à regulação financeira, entre outros, os seguintes objectivos: 1 – a protecção dos investidores, depositantes, segurados e beneficiários; 2 – a eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de valores mobiliários; 3 – o controlo da informação, com vista a que ela seja completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita; 4 – a prevenção dos riscos sistémicos, além dos riscos individuais de cada uma das instituições reguladas; 5 – a prevenção e repressão das actuações ilegais; 6 – a independência perante todos os operadores do sistema financeiro, nomeadamente perante as próprias instituições sujeitas ao controlo administrativo (não vá o controlador ver-se capturado, por fim, pelo controlado).

2.3. A leitura de qualquer dos diplomas legais que estruturam as atribuições e as competências das entidades administrativas de regulação financeira dar-nos-á uma imagem suficientemente nítida da complexidade e variedade das medidas de regulação aplicáveis neste domínio.

Em todo o caso, podemos reduzir em geral essa complexidade das formas jurídicas de actuação da Administração Pública agrupando-as de acordo com o quadro seguinte (Püttner e Thieme)<sup>20</sup>. Com efeito, as modalidades da regulação financeira previstas nesta legislação podem corresponder:

---

*Estado Administrativo mantém uma promessa mais forte para a resolução cívico-republicana de muitas questões políticas do que as alternativas judicial ou legislativa*”.

<sup>19</sup> John Rawls, *Political Liberalism*, 1993, trad. port., Editorial Presença (1996), p. 209 ss.

<sup>20</sup> Cfr. G. Püttner, cit., p. 343; Werner Thieme, *Verwaltungslehre*, 1984, p. 327 ss.

- quanto ao *tempo da sua prática*, ao *controlo sucessivo (ex-post)*, ao *controlo directivo (simultâneo)* ou ao *controlo preventivo (ex-ante ou controlo de visto)*<sup>21</sup>;
- quanto à *extensão*, ao *controlo global ou parcial, grosseiro ou fino, contínuo, periódico ou ocasional*;
- quanto à *profundidade*, ao *controlo total*, ao *controlo por amostragem* ou, também, ao *controlo dos motivos*;
- quanto ao *conteúdo* ou medida de controlo, ao *controlo de legalidade*, ao *controlo de economicidade* ou ao *controlo de orientação* (controlo político), especializado ou de oportunidade;
- quanto à *instância controlante*, ao *controlo externo e controlo interno* e ao *auto-controlo* e ao *hetero-controlo*;
- quanto à *finalidade*, ao *controlo de avaliação* dirigido à apreciação do agente, ao *controlo material* dirigido à qualidade do resultado ou ao *controlo de correcção* (dirigido à melhoria das “performances” futuras);
- quanto ao *método* (além das distinções acima feitas), ao *controlo directo* ou *controlo indirecto* (por exemplo, o controlo de fenómenos complexos realizado através de indicadores, como, porventura, na chamada regulação prudencial).

Eis um quadro, entre muitos outros possíveis, que permite a ordenação racional das características dos controlos legalmente institucionalizados na *praxis* administrativa em geral e, também, constatáveis na legislação que disciplina o sistema financeiro português.

2. 4. A regulação financeira, pela sua natureza e função, é avessa à ideia da *irreversibilidade* das decisões administrativas que a concretizam no dia-a-dia. Por exemplo, o acesso das instituições ou empresas ao mercado financeiro depende de uma autorização administrativa prévia, isto é, de uma modalidade de *controlo preventivo* (ver o artigo 16º ss, RGIC, para a constituição de instituições de crédito; o artigo 15º, DL nº 394/99, para a constituição de sociedades gestoras de mercados regulamentados; e o artigo 7º ss, DL nº 94-B/98, para as empresas de seguros)<sup>22</sup>. De acordo com o regime tradicional dos actos administrativos favoráveis (*actos constitutivos de direitos*, artigo 140º, I, b) e 2, CPA), tais autorizações seriam, em princípio, irrevogáveis. Porém, uma tal rigidez mal se compaginaria com a mobilidade das condições ocorrentes nos mercados financeiros e com a função geral da sua regulação por parte da Administração Pública.

Daí o *desvio* que a lei estabelece a este princípio, admitindo a revogabilidade das autorizações em referência (artigo 22º RGIC; artigo 20º, DL nº 94/99; e artigo 19º DL nº 94-B/98). Quer dizer: *a eventual boa fé e a confiança das instituições financeiras na consistência destes actos administrativos, de que são destinatárias, não se afiguram ao legislador dignas de protecção face às exigências da prossecução do interesse público*.

J. M. de la Cuétara dá-nos conta de toda uma série de formas de intervenção do Estado no âmbito da economia que mais não são que outros tantos *desvios* à dogmática tradicional da actividade administrativa. Paradoxalmente fala de: *normas que não são normas*, de *actos discricionários que não são discricionários*, de *contratos que não são contratos*, de *sentenças que não são sentenças*... e, por sobre tudo isso, de múltiplos casos de anulação, encolhimento ou paralisia do poder discricionário (*Ermessenschrumpfung*).<sup>23</sup>

<sup>21</sup> Este último, como anota Püttner, só merece o nome de controlo quando o agente apresenta uma proposta ou uma decisão provisória, que deva ser examinada antes da respectiva prática, v.g. no registo da oferta pública (OPD, OPS, OPV, OPA) e dos respectivos prospectos.

<sup>22</sup> Sobre a autorização das instituições de crédito, ver o importante estudo de Maria Fernanda Maçãs, *Regime jurídico da autorização das instituições de crédito com sede em Portugal*, in Estudos em homenagem ao Banco de Portugal, Lisboa, 1998, p183-214.

<sup>23</sup> J.M. Cuétara, cit., p.199—204.

### III — Problemas institucionais

3. 1. A situação institucional no domínio da regulação administrativa do sistema financeiro caracteriza-se ao presente pelo *pluralismo horizontal* das instâncias de regulação: cada um dos três sectores do sistema financeiro (instituições de crédito e sociedades financeiras, mercado de valores imobiliários e mercado de seguros) possui, como se disse, a sua própria autoridade de controlo (BP, CMVM, ISP). Há passos em curso, porém, que apontam no sentido *da unificação vertical* das instâncias de regulação financeira portuguesas. É o caso da criação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) pelo DL nº 228/00, 23.08, que, em todo o caso, detém competências, quase só, de coordenação e de formulação de propostas de regulamentação no domínios em causa.

Este fenómeno de centralização e unificação é hoje comum a vários Estados Membros da CE. O caso exemplar, de entre todos, é constituído pelo Reino Unido: desde a lei "*Financial Services and Markets Act 2000*" toda a regulação financeira passou a pertencer, aí, a uma única autoridade com competência para os três sectores clássicos do sistema financeiro – a *Financial Services Authority*. E o "precedente" está a influenciar a discussão desta matéria em diferentes países da Comunidade Europeia<sup>24</sup>.

3. 2. Mas o fenómeno de unificação também assume dimensão vertical no âmbito comunitário. Não faltam vozes a advogar a rápida *integração* da regulação financeira mediante a concentração num órgão comunitário, porventura único, de toda a regulação de um sistema financeiro que passará, também ele, a ser único em toda parte ou, pelo menos, na zona euro da Comunidade Europeia. É evidente que, por trás de qualquer das soluções institucionais em confronto, se esconde, se é que não está às claras, uma encarniçada luta de poder e de interesses entre as entidades de regulação nacionais, o Banco Central Europeu e a Comissão. É cedo para ousar vaticínios sobre o desfecho da polémica.

3. 3. O desenvolvimento dos conglomerados financeiros no âmbito comunitário — isto é, grupos de empresas que compreendem instituições de crédito e, simultaneamente, empresas de seguros e, por isso, sujeitas, no actual estado de coisas no Continente, à supervisão tanto dos Bancos Centrais Nacionais como das autoridades administrativas nacionais para o mercado dos seguros — e, por outro lado, a existência de riscos sistémicos "europeus", potenciados pela moeda única, e a necessidade de uma racionalização dos meios de combate à alta criminalidade financeira não deixarão de ir aumentando decerto a sua influência e de ir moldando a marcha da história da Europa Financeira.

António M. Barbosa de Melo

Muito bom dia.

---

<sup>24</sup> Ver o documento do Banco Central Europeu, intitulado "*O Papel dos bancos centrais na supervisão prudencial*", apresentado na cimeira de Frankfurt, de 22.03.01. O precedente britânico parece estar em vias de triunfar na Irlanda, na Finlândia e na Áustria. Por outro lado, desde 1998, no Luxemburgo a *Comissão de Supervisão do Sector Financeiro* procede a toda a supervisão financeira com excepção dos seguros; na Holanda existe, desde 1999, o *Conselho de Supervisores Financeiros*, similar ao criado em Portugal em Setembro de 2000, com competência para a *coordenação* das três autoridades tradicionais e para a supervisão das actividades intersectoriais (conglomerados, informação aos consumidores, idoneidade dos operadores); mas há também um forte movimento no sentido do reforço do papel dos bancos centrais nacionais na supervisão financeira — uma tese seguida na Bélgica e que tem apoio em textos de direito comunitário (v.g o artigo 25º Estatutos SEBC) e conta a seu favor com uma forte argumentação do BCE (de que o documento nos dá conta).

Senhor Professor Ferreira de Almeida, obrigado pelas suas simpáticas palavras.

Senhor Professor Ernesto queria agradecer o convite que me foi dirigido na pessoa do Senhor Doutor Nunes Pereira, pela Universidade de Coimbra e pelo Cedipre aqui representado pelo Senhor Professor Vital Moreira e dar-lhe os parabéns por esta iniciativa. Não é, de facto, habitual a Universidade de Coimbra descer por aí abaixo, ou subir, como preferirem.

Sabe, eu sou transmontano e para nós quem fica para este lado são sempre os de baixo, portanto desce-se!

Muito obrigado!

Ora muito bem.

Para falarmos da integração da BVLP na Euronext, na perspectiva de supervisão, temos de partir do ponto em que hoje está relativamente a essa integração. Essa integração, desde logo, não é um dado adquirido ainda. Há um processo em curso, esse processo sei que está relativamente avançado mas, o facto de não estar ainda concluído, quanto a todos os seus aspectos, claro que determina grandes limitações a esta intervenção que eu aqui vou fazer, dado que não cabe aqui trazer especulações mas, trazer alguma reflexão sobre dois ou três aspectos fundamentais que vão afectar a supervisão, quer dos mercados, quer das entidades imitentes e intermediários financeiros que nelas intervêm nos próximos tempos.

Neste momento, até agora, digamos que o processo tem sido sobretudo ou quase exclusivamente integrado pela BVLP. A CMVM, é certo, tem acompanhado, muito de perto, todo o processo nomeadamente através desta entidade mas, digamos, a participação que tem tido é uma participação interna de diálogo com a própria BVLP e nada mais.

Em segundo lugar, acho que é pertinente perguntarmo-nos sobre o significado da intervenção da BVLP na Euronext.

A nossa Bolsa, e não cabe aqui fazer a história, ou as nossas Bolsas são centenárias. Desde os velhos tempos da Rua Nova passando depois pela Bolsa, depois pelas Bolsas de Valores de Lisboa e Porto, mais recentemente Bolsa de Lisboa com negociação exclusiva a contado. Bolsa de Derivados do Porto; Ainda mais recentemente a criação da BVLP mas, o que é certo, é que, toda esta caminhada, digamos assim, em que temos uma instituição com uma relevância maior ou menor mas, sempre grande no espaço nacional; uma caminhada em que o modelo de gestão era, sobretudo, um modelo de gestão exclusivamente nacional; parece que estamos no término desse caminho. A Globalização de que tanto se fala mas, sobretudo, o mercado único ao nível financeiro, determinam, de facto, esta integração de Mercados de que a Euronext é, efectivamente,

penso, a principal expressão neste momento, embora noutras se tenha vindo a falar; não tenha avançado muito mais significativamente mas, admito que no futuro esta integração venha a desenvolver-se muito mais.

Portanto, nesta viragem, neste corte, digamos assim, também a supervisão não vai ficar como está. Seguramente, os jornais têm dito ultimamente a propósito deste aspecto, “vai ficar tudo na mesma”. Não me parece. E digo isto sem qualquer sentido drama como é óbvio. É uma evolução absolutamente natural.

E tudo isto porquê? Porque se nós tivermos em conta os termos em que o exercício da supervisão é delimitado nós verificamos que ela acaba nas fronteiras de cada País. É um exercício de poder, digamos assim, e acaba nas fronteiras de cada País, isso não vai mudar, como é óbvio. Portanto continuará a assentar numa base Nacional. Este dado parece-me extremamente importante, no entanto, como veremos já a seguir, nós vamos lidar com uma entidade, ou entidades integradas numa outra entidade que passam para além das fronteiras e portanto a realidade das supervisões nacionais não pode deixar de ter isso em conta e, há sempre os velhos métodos, ora mais ora menos eficazes métodos de coordenação, etc. mas, ele tem limitações e seguramente que esta experiência constitui um desafio também para supervisões nesse domínio.

Por último, queria ainda salientar, relativamente à supervisão, que no que respeita à supervisão do Mercado de Valores Mobiliários e neste caso concreto a cargo do CMVM, estamos a falar apenas de uma parte das entidades que são supervisionadas pelo CMVM. O mundo de Valores Mobiliários não se reduz às Bolsas de Valores ou aos Mercados em geral apesar da sua enorme importância. Mas vai muito para além disso e não podemos deixar de ter esse aspecto em conta e portanto não são todos os aspectos relativos à supervisão que estão em causa.

Para podermos, seguidamente, fazer duas ou três reflexões sobre esta supervisão em termos de desafios e de problemas que se colocam, só duas notas muito rápidas e que penso que a maioria de vocês conhecerá já pelos jornais. Porque não gostaria de avançar muito mais do que isso, dado que não é o tema da minha intervenção. Temos uma entidade que é a Euronext que detém 100% das sociedades gestoras dos mercados dos Países que integram. Portanto o Mercado de Paris, de Bruxelas e de Amsterdão geridas por entidades Nacionais desses mesmos países em termos jurídicos, digamos assim. Coloquei um pouco mais em baixo porque ainda não faz parte desta plataforma a possibilidade de vir a existir uma Euronext de Lisboa, sendo que também é importante realçar que as acções desta sociedade Euronext estão admitidas na própria Bolsa, o que é um aspecto que é importante realçar, até por algumas questões que eventualmente daí possam decorrer, embora não seja novo. Digamos

que nos últimos anos são vários já os Mercados que têm vindo a admitir as suas próprias acções nos Mercados que gerem. Portanto temos aqui Sociedades que estão sujeitas ao direito de Países distintos e isso delimita a supervisão das autoridades nacionais desses Países em relação a cada uma delas, sendo certo que, se não estou em erro, a Euronext como Sociedade gestora de participações sociais que determina as restantes, é uma Sociedade de direito Holandês, portanto isto em termos gerais quanto à gestão do Mercado. Ainda sobre o Mercado o que é importante e pode ser dito no que toca ao nosso tema; apesar de formalmente subordinadas às leis dos respectivos Países vai haver uma plataforma única de negociação para estes Mercados todos, como se de um só Mercado se tratasse. Portanto um único livro de ordens para todos eles e um único sistema de negociação e as entidades que entrarão por qualquer um daqueles Mercados que referimos é como se estivessem cotados num único Mercado que englobasse todas as entidades que entraram por cada um deles, o que só por si dá-nos já uma ideia importante para a própria supervisão, de desafios enormes que aqui se colocam. Basta só considerar, dimensão. A Bolsa Portuguesa é uma Bolsa com uma dimensão que sabemos que é relativamente pequena; tem, não chega a, trinta membros. Considerando, por exemplo os vários Mercados envolvidos são cerca de quatro centenas, se não estou em erro. O mesmo também do ponto de vista dos valores admitidos à negociação e portanto isto coloca como veremos aqui a seguir, uma série de desafios à própria supervisão. O simples facto de, por exemplo, a entidade de supervisão pretender saber quem foi a entidade concreta, o comité que realizou determinada transação, coloca as coisas numa dimensão completamente diferente. Se não funcionarem bem pode-se tornar bastante difícil e portanto só este aspecto, digamos assim, conjugação/soma destes elementos já é extremamente importante.

Apesar desta plataforma única, os quatro pontos de entrada, como vimos, chamo-lhes assim, mantêm-se para admissão de valores. Para admissão de membros são feitos através de cada um dos Países e de acordo com a sua própria legislação. Quanto aos termos de informação, etc., etc., portanto isso mantêm-se nos termos actuais com os desenvolvimentos que venha a haver eventualmente em termos legislativos mas, que não tem necessariamente a haver com isto.

E há outro aspecto que eu gostaria de salientar e que não pode deixar de ter consequências ao nível da própria supervisão. A Euronext está internamente estruturada em unidades centralizadas, isto é, estas entidades de que falamos à pouco não são entidades, como não podia deixar de ser, viradas uma para as outras mas, há ali estruturas verticais que apanham as várias entidades nacionais que têm um efectivo poder de

decisão embora, ele seja exercido localmente. É óbvio que esse exercício terá a haver com essas estruturas que venham a ser criadas, que são estruturas especializadas numa série de áreas, creio que são sete, se não estou em erro, sendo pólos de especialização; uma quanto à admissão à cotação de produtos financeiros, outro quanto à negociação a contado, outro quanto à negociação de produtos derivados, outro quanto à compensação, outro quanto à liquidação, quanto ao registo de depósito de valores e quanto à informação. Creio que são estes.

Portanto digamos que estas áreas vão ser objecto de uma organização interna muito própria verticalmente e horizontalmente. Verticalmente decidirão e horizontalmente abarcam as várias entidades. Isto de alguma forma já nos dá uma ideia das limitações que podem advir de que formalmente as várias entidades sejam sujeitas à lei de um determinado País, portanto, isso não pode deixar de se ter em conta.

A compensação das operações vai ser feita, tendencialmente através de uma entidade, a ClearNet. A ClearNet vai funcionar como contraparte central obrigatória para todas as operações incluindo as operações a contado, o que desde logo, do ponto de vista da segurança é extremamente importante, porque o risco diminui enormemente e portanto esta compensação multilateral de todas as operações é um sistema que, de facto, permitirá, por exemplo que o nosso mercado, onde não existe ainda a assunção de posição da contraparte para as operações a contado, desse ponto de vista dê um salto extremamente importante. Nos derivados já é assim mas, nas operações a contado não é e, este aspecto é extremamente importante.

Quanto à liquidação, tendencialmente será também realizada através de uma entidade que é a EuroClear e esta entidade, creio que, de início não será a única entidade mas ela poderá vir a liquidar as operações realizadas em cada mercado. A EuroClear é uma Sociedade de Direito Belga. Creio que a ClearNet, de Direito Francês, se não estou em erro.

O facto de haver compensação realizada nos termos que referimos, com a solução da contraparte central vai implicar alterações muito significativas, por exemplo, ao nível do funcionamento dos mecanismos que são despultados até, nalguns casos, automaticamente em caso de falhas de liquidação. Havendo contraparte central praticamente não existirão, na medida em que, esta contraparte central assume também esse risco e portanto não haverá esse tipo de problemas.

Portanto mecanismos que nós estamos habituados como, por exemplo, recompras, revendas, funcionamento de mecanismos de empréstimo automáticos, etc., é algo que ou, não funcionará de todo ou,

funcionará em termos completamente diferentes daqueles que tem funcionado até agora.

Este é um quadro base, digamos assim, quanto às entidades envolvidas, quanto a alguns dos procedimentos que poderão vir a ser implementados e que são dados do conhecimento público. Quem ler o prospecto, por exemplo, em que foram oferecidas, ao público, as acções da Euronext, estes dados estão todos contidos nesse prospecto e portanto são elementos públicos que, de maneira geral são conhecidos mas, que são fundamentais para nós fazermos agora aquelas duas ou três reflexões sobre questões relativas à regulação e à supervisão.

Problemas de regulação vai haver. A nossa lei tem de ser muito alterada. Tem de ser modificado o código. Queria sossegar o professor Ferreira de Almeida; não vamos ter que fazer outro código, creio eu, nos próximos tempos, pelo menos por esta razão, na medida em que o código de valores mobiliários, que como sabem fez agora à poucos dias, creio que dois ou três dias, fez dois anos que foi publicado embora só tenha entrado em vigor a um de Março. Foi elaborado por uma comissão a que presidiu o professor Ferreira de Almeida como é sabido. Portanto o código responde às principais questões que se colocam, sem necessidade de alterações de fundo quanto às matérias por ele regulado. Este é um aspecto extremamente importante a ter em conta e não poderá deixar de ser assim, na medida em que, uma das principais preocupações do código, entre várias mas dentro dessas principais, foi, de facto a internacionalização, e portanto de maneira geral verifica-se que não haverá grandes necessidades a este nível. Este é um aspecto que me parece extremamente importante, até do ponto de vista da segurança com que as pessoas vão intervir ou actuar neste mercado.

Outra lei extremamente importante neste domínio é a lei que regula as entidades gestoras dos mercados. Como sabem esta matéria automatizou-se com a aprovação do último código num diploma autónomo. Esta lei trouxe avanços significativos ao nível da concepção da gestão das entidades gestoras, nomeadamente passaram a ser sociedades comerciais quando anteriormente assentavam num esquema fundamentalmente mutualista mas, também com outros aspectos que estão relacionados com o poder dos seus sócios dentro da sociedade e do exercício do poder lá dentro.

Há alguns aspectos que esta lei vai necessitar de afinamento, efectivamente, nomeadamente aspectos relativos à ultrapassagem de limites à detenção de participações sociais nas sociedades gestoras. Actualmente a lei consagra alguns limites apertados. Digamos que para permitir essa tal relação com a Euronext que, caso se venha a verificar, poderá ter a cem por cento as entidades gestoras de mercados de Bolsa,

esse aspecto terá de ser limitado. Há ainda outros aspectos que tem a haver com a detenção de uma entidade única e depois tudo o que daí resulta em termos de exercício, direito de voto, etc.. Estes aspectos terão que ser alterados.

As alterações a esta lei estão prontas em termos de trabalho preparatório, portanto em condições de serem enviadas ao Sr. Ministro das Finanças para que o Governo possa, a partir daí, discutir e aprovar aquilo que for necessário neste domínio. Portanto é um trabalho de casa que, fundamentalmente e de uma forma geral, está feito pela CMVM e BVLP.

Quanto à regulação dos mercados, propriamente ditos, havendo um único mercado, no sentido que eu referi à pouco, mas, com vários pontos de entrada, o principal desafio tem a haver com a necessidade de assegurar padrões idênticos para as quatro entidades envolvidas, isto é, que nos quatro pontos de entrada não haja diferenças significativas que possa levar a situações de arbitragem de uns em relação aos outros. É obvio que isto é algo que será fundamentalmente resolvido, penso eu, por auto regulação das próprias entidades. O facto de haver uma harmonização comunitária mínima num conjunto de matérias essenciais é extremamente importante nomeadamente, em matéria de informação porque é uma matéria extremamente sensível mas também noutros aspectos e portanto, creio que, o assegurar deste tipo de padrões idênticos para as várias entidades que, evite este tipo de arbitragem por forma a que não leve, por hipótese, as empresas portuguesas a preferir entrar por Bruxelas ou por Amsterdão porque é mais simples, ou por qualquer outra razão. Mas isso é algo que, creio que, as próprias entidades resolverão sem grande dificuldade.

Em termos de regulação, propriamente dita, penso que será, sobretudo, ao nível da auto regulação que os principais problemas se irão resolver, incluindo, eventualmente, alguma regulação da CMVM embora não sejam questões de fundo que se coloquem, digamos assim, mas de afinamento de procedimentos.

E quanto à regulação da liquidação e compensação? Como vimos a compensação e a liquidação vão efectuar-se fundamentalmente por entidades que não são entidades de direito português e portanto, apesar de não se levantarem problemas de regulação, salvo eventualmente, quanto aos aspectos do código, prevêem os mecanismos para as falhas de liquidação. Esta perde alguma relevância, digamos assim, e portanto a nossa lei continuará a funcionar como uma lei para a regulação de outros mercados. Porque, atenção, nós em Portugal não temos apenas mercados de Bolsa. Há outros mercados a funcionar que não se integram neste esquema e chamo nomeadamente a atenção para o MEDIP, Mercado

Especial de Dívida Pública, que é gerido por uma entidade distinta da BVLP e que continuará a funcionar normalmente e em relação ao qual, é bom que se diga aqui, por exemplo a liquidação das operações é feita através da EuroClear e portanto, nesse aspecto, é um caminho que já no domínio desse mercado se tenha iniciado e que continuara. Portanto não prevejo que haja aqui particular problema em matéria de regulação, pelo contrário os termos em que estas operações se vão realizar traduzem um acréscimo de segurança e portanto uma diminuição, extremamente grande, do risco na realização das operações. Risco esse que tem sido uma das principais preocupações das autoridades europeias nos últimos tempos. Europeias e mundiais , nomeadamente, para evitar situações de risco estémico e do desencadear dos efeitos dominó que podiam provocar falências em cadeia e portanto a última directiva relativa, por exemplo, aos procedimentos neting veio procurar resolver alguns desses problemas e portanto também aí existe alguma harmonização comunitária neste domínio

Quanto à supervisão prudencial, ela será efectuada pela autoridade do país onde a entidade gestora em causa tem a sua sede. Poderão colocar-se alguns problemas ao nível da entidade que é gestora de participações sociais que domina as restantes entidades, na medida em que, não sendo ela própria uma entidade gestora de mercado acaba por estar sujeita a uma supervisão menos forte mas, este é um problema que se resolverá, sem qualquer dúvida, através da cooperação das autoridades de supervisão.

Já agora, a propósito da cooperação, as entidades de supervisão da França, Bélgica e da Holanda que são aqueles que estão envolvidas, neste momento nas entidades que envolvem a Euronext, celebraram um memorando offerderstanding logo no início do funcionamento deste entidade a que, se for o caso, com certeza a própria CMVM mais tarde poderá vir a integrar esta plataforma de entendimento e que define, de facto, a cooperação, entre outros aspectos, de supervisão que nesta matéria é essencial.

Quanto à actividade. A actividade realizada em Portugal pelos vários intermediários financeiros, pelos emitentes continuará a ser supervisionada pela CMVM dado que Lisboa é um dos pontos de entrada, não se coloca grandes problemas neste domínio. Já referi o desafio que resulta, para este efeito, da nova dimensão de mercado e, por exemplo, do numero de membros. Portanto, mais valores admitidos e também das dificuldades que resultam da estrutura decisória da Euronext, na medida em que, o facto de em cada país haver decisões habilitadas a tomar, efectivamente, decisões. É fundamental para que as coisas, efectivamente,

corram bem. Portanto a actividade em relação ao país e às entidades do país continuará sem qualquer outro problema.

A nível dos procedimentos de supervisão, o que se deve concluir de tudo aquilo que já disse até agora é a necessidade de maior cooperação que terá que ser institucionalizada nomeadamente através dessa forma que já referi.

Muitas das decisões que cada uma das autoridades vai tomar poderão ter implicações nas outras portanto, vai ter que haver a necessidade de diálogo e de comunicação prévia de acerto de decisões. Isto é extremamente importante e como procedimento de supervisão, propriamente dito, de fiscalização. A possibilidade e nalguns casos a necessidade de acções conjuntas de supervisão que, deste ponto de vista, poderá ser uma experiência extremamente inovadora neste domínio e é por isso que eu terminava, agora sim, com uma pequena nota.

Têm vindo a desenvolver-se ao nível da União Europeia uma série de estruturas de cooperação, de discussão, de recomendação relativas à supervisão que têm vindo a evoluir e até ao mais recente conselho de Estocolmo onde foram tomadas uma série de novas discussões e criado um novo organismo. Eu creio que esta cooperação muito estreita que vai ter que haver entre estas entidades de Portugal, da França, da Bélgica e da Holanda relativamente à supervisão concreta de um mercado , penso que pode ser uma experiência muito interessante para fazer evoluir, digamos assim, a supervisão dos mercados e isto penso que não deixará de ter alguma influência no desenvolvimento dos próprios organismos comunitários sobre este domínio.

Muito obrigado. Desculpem o tempo.

## A EUROPEAN REGIME AGAINST MARKET ABUSE

WRITTEN TEXT OF A LECTURE DELIVERED BY PROF. JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO

AT THE COLOQUIO

“A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança”,  
organized by CEDIPRE on November 15-16, 2001 in Lisboa

1. Investors are aware when market abuse is taking place. They see unexplainable increases in trading activity before the announcement of important corporate decisions, they perceive strange price movements at critical moments. And investors resent the unjustified enrichment which they perceive is obtained by those who practice market abuse.

What the public does not see are the unavoidable legal complexities of regulation, the difficulties of actual enforcement. There are few areas in which there are wider discrepancies between public expectations and actual possibilities of enforcement, than in the area of market abuse (I use the Anglo-Saxon term of market abuse as a global concept comprising insider trading and market manipulation).

The difficulties are exacerbated because in most jurisdictions the regulation is imperfect, outdated, unclear. This is specially true at European level, where the Insider Dealing Directive<sup>25</sup>, in itself full of imperfections, has been incorporated in the different jurisdictions in widely different ways. As regards market manipulation, no common European legal regime exists at the present time.

2. Not only that the regulation is imperfect. It is also that enforcement is extremely difficult. And Battacharya<sup>26</sup> has proven that what matters is enforcement. It is not enough to have a law in the rule book: if the market does not perceive that the law can and will be applied and culprits sanctioned, the abuse will continue.

The structure of supervision and the practice of enforcement in Europe are not uniform. Some countries have one, others two or more enforcement authorities; actions are sometimes administrative, sometimes penal, sometimes alternatively or successively both. Scope of investigation powers and level of sanctions show wide differences. Rule of law and human rights issues rightly pose barriers to enforcement powers.

---

<sup>25</sup> Council Directive 89/592 co-ordinating regulations on insider dealing.

<sup>26</sup> *The world Price of Insider Trading* (with HazenDouk), forthcoming in *Journal of Finance*, available at [wwwubhattach@indiana.edu](mailto:wwwubhattach@indiana.edu).

3.

T

ipification of market abuse offences is also difficult. The classic principle *nullum crimen, nulla poena sine previa lege* must of course also be applied in this area. The difficulties arise because the definition of market abuse wrongs is based on indeterminate legal concepts: "concrete information which if published would significantly affect prices"; "abnormal prices"; "fictitious devices". To construe what these concepts imply in the specific case is always a contentious issue. There is not one single market abuse case where the facts easily and undoubtedly fit within the legal definition of the offence.

The burden of proof also lies squarely with the enforcement agency. The accuser must prove that the citizen has committed the wrong. Proof is specially difficult if the law requires that the subject act with certain intention ("with the purpose of manipulating the market") or within a certain state of mind ("with full knowledge of the facts").

4.

W

hat in practice happens is that regulators typically select for enforcement cases which involve small infractions by incautious and inexperienced investors (what I call "boyfriend of the secretary" cases). The tendency is understandable, but the results are not equitable: This type of cases, due to their size, do not cause serious harm to the confidence of investors in the markets. Institutional investors and large financial institutions have the means to disrupt markets much more seriously. Offences by these types of institutions go mostly undetected and unpunished.

The European Commission has released figures for market abuse throughout the EU: in the period 1995-2000 there were only 13 criminal sanctions for market manipulation and 19 for insider dealing<sup>27</sup>.

The numbers speak for themselves. But the problem of insufficient enforcement is not restricted to Europe: in the same period the Manhattan Court District, which covers Wall Street, only obtained 46 criminal convictions for insider dealing.

5.

S

umming up, most regulators share a general lack of satisfaction with the present regulation and practice of enforcement in market abuse cases. This situation is specially worrying, since the latest market developments are facilitating the means for and multiplying the possibilities of committing market abuse: Internet is a convenient medium for disseminating rumours and false news with the purpose of manipulating prices. The growth of the derivative markets permits offenders to reduce the level of investment and leverage the illicit gain. The huge increase in the order flow makes detection of irregular orders more difficult. Anonymity is facilitated by the use of off-shore vehicles and trust arrangements. Organized crime and terrorism may have spotted the possibility of using market abuse to take advantage of the financial effects of their crimes.

---

<sup>27</sup> The figures for market manipulation refer to the whole EEA, those for insider dealing to Germany, France, Italy and Switzerland.

All these arguments and lines of thought lead to a conclusion: Europe needs a common legal and regulatory regime, to ensure integrity of its financial markets, to establish common standards and to enhance investors' confidence.

## AN INTEGRATED EUROPEAN FINANCIAL MARKET

6. European countries have agreed in the Lisbon summit to create an integrated financial market by 2005. In March 2001 the Stockholm summit decided to increase the speed of reform, so that the most important measures could be approved no later than the end of 2003. E

The Commission has drawn up a detailed plan - the Financial Services Action Plan - to achieve this aim. The Plan provides *inter alia* for a common European regime against market abuse. Rightly so, because equivalent levels of confidence are a prerequisite for a truly unified financial market.

7. ut to create a common European regime against market abuse, and to do so in a timely and efficient manner, requires first a review of the general system used by the EU to regulate and supervise financial markets. This task was entrusted by the Ecofin in July 2000 to the so called *Committee of Wise Men*, who issued their report in February 2001<sup>28</sup>. The report starts with a devastating description of the present situation: a mosaic of more than 40 regulators with different powers and competencies, laws of legendary ambiguity which are not properly enforced, and Kafkaesque procedures in which laws take dozens of years to be approved. To solve the present situation, the report proposes a four level approach: B

- Level 1 would be framework laws, in the form of Directives or preferably Regulations, setting forth the general principles and objectives of securities regulations.
- Level 2 would be implementing legislation, to be approved by a European Securities Committee, in which member states are represented, and which draws its powers from the authorisation contained in the framework laws; the European Securities Committee would be advised by a European Regulators Committee.
- Level 3 would be guidance and interpretations to be issued on a harmonised basis by the European Regulators Committee.
- Level 4 finally would entail strengthened enforcement of EU law by the

---

<sup>28</sup> *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 February 2001; [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/wisemen](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/wisemen).

Commission itself.

The European Council in Stockholm approved the proposals of the Wise Men report, and requested that such measures be integrated into the Financial Services Action Plan and be implemented as soon as possible.

8.

In May 2001 the European Commission published its proposal for a single European insider dealing and market manipulation ("market abuse") Directive. The initiative is one of the centre pieces of the Financial Services Action Plan and one of the first under the new "*Lamfalussy*" format - distinguishing framework principles from implementing technical detail.

The proposed Directive has been approved by the Ecofin Council at the end of 2001 (given the traditional speed of the EU legislative process a remarkable feat) and it is expected to surmount the hurdle of the European Parliament in the course of 2002. (This of course is just an expectation: see what happened to the Public Tender Directive!).

The draft Market Abuse Directive proposes a new, high level definition of market abuse, to be complemented by secondary legislation to be issued by a Securities Committee and a Committee of Securities Regulators. It also provides for a single regulator in each country, with equal powers of investigation and enforcement, establishes administrative sanctions for market abuse and defines a number of preventative measures. The general philosophy and many of the details of the regulation are based on a report issued by a special working group of Fesco, the association of European securities regulators, published in July 2000<sup>29</sup>.

#### BASIC PRINCIPLES OF THE DIRECTIVE

9.

The draft Directive proposes that there should be one common European definition of market abuse, covering both insider dealing and market abuse (see art. 2 and 5). The concept is based on result, rather than intent: a conduct should be sanctionable if it results in a loss of confidence in the market. Specific references to the state of mind or intent of the actor are avoided (e.g. it is not required that the trade is made "on the basis of inside information" or that the action is performed "with the purpose of manipulating the market"). The traditional requirement that an insider act "with full knowledge of the facts" is suppressed for primary insiders, and only retained for secondary insiders (those who obtain a tip from someone in the know).

---

<sup>29</sup> "FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services", dated 29 June 2000; [www.europefesco.org](http://www.europefesco.org).

The definition of inside information is based on the existing Directive, retains the distinction between primary and secondary insiders, and is extended to cover primary markets and derivatives.

Market manipulation is defined taking up the proposal put forward in Fesco's report, by differentiating the two basic types of irregular behaviour (art 1 (2)):

- abusive trading which gives false signals to other market participants, secures abnormal prices or implies deception, and
- dissemination of false or misleading information.

In order to provide users with a better understanding of the rather abstract and structural definition of market manipulation, the Directive contains in Annex B a non-exhaustive list of examples of manipulative behaviour.

The definitions of market abuse contained in the Directive remain at a high level, art. 19 envisaging that these general principles be complemented by secondary legislation emanating from the Securities Committee and by harmonized guidance issued by Securities Regulators Committee (Levels 2 and 3 of the *Lamfalussy* report).

10.

he draft Directive has endeavoured to regulate a situation which arises frequently in practice, and which the present Insider Dealing Directive had failed to adequately address: the situation when the perpetrator of the market abuse is a legal person. The Directive clarifies that market abuse can be committed both by natural and by legal persons. It also states (art 2 (2)) that if a company possesses inside information, the prohibition to trade extends to the natural persons within that company who are in the know.

The Directive, however, fails to regulate the opposite situation: when an officer or a division of a company is in possession of inside information, and it is a different officer or division who takes the decision to invest, on behalf of the company, in the relevant security. This is a major failure, since the situation arises very frequently, specially among banks (e.g. the investment banking division has inside information, the proprietary trading desk takes the decision to invest).

11.

he draft Directive also aims at harmonising European regulatory structures. At present, the 15 European countries have no less than 40 different regulators responsible for securities matters. The powers of investigation, enforcement and sanctioning of each of the authorities varies widely from country to country. The lack of harmonisation makes co-operation difficult. For this reason, the Directive, following Fesco's proposal, rightly requires each State to designate a single administrative authority, to provide it with sufficient resources and standardized powers (which the Directive describes in detail in art. 12) and to establish each regulator's duty to fully cooperate with its European counterparts, creating a real

T

T

“network of regulators” (see art. 16).

12.

Experience has shown that the penal law approach to fight against market abuse has not been successful. Penal law is not an efficient tool to sanction wrongdoings defined on the basis of indeterminate legal concepts. Judges are at loss to apply laws which, by necessity, define crimes in generic terms, using economic concepts. The nature of market abuse wrongs is incompatible with the certainty required by penal law. *Res ipsa loquitur*: the handful of penal convictions in Europe to which I referred before is the best evidence of this reality.

The Directive correctly requires States to introduce administrative sanctions for market abuse, and provides that such sanctions should be effective, proportionate and dissuasive, and imposed by the competent authority, with an appeal to the relevant Court (art. 14). Additionally penal sanctions can be applied by Member States to sanction serious infringements.

A major step forward is the provision of art. 14 (3) of the Directive, which requires regulators to disclose sanctions (except if such disclosure jeopardises markets, or causes disproportionate damage). This rule will coordinate the present practices of different regulators, which vary significantly, and greatly enhance the dissuasive effect of sanctions (for listed corporations, publicity is a much stronger deterrent than even the highest pecuniary fine).

13.

Even with a perfect law, with a single, powerful regulator provided with full investigation and sanctioning powers, enforcement of market abuse wrongs will continue to be difficult and haphazard. Most infringements will still remain undetected, or if detected, unsanctioned. Preventative measures, aimed at avoiding that market abuse can happen in the first instance, are extremely important. This conclusion was highlighted in Fesco's report and has been taken up -- at least in part - in art. 6 of the Directive.

Issuers of securities are required to adopt procedures to keep inside information confidential until it is correctly disclosed to the market. In case of unintentional leaks, the issuer must make a prompt public disclosure. Failure to act correctly can be punished with an administrative sanction. Regulators will be able to focus their enforcement action on issuers, in order to guarantee that inside information is actually kept confidential, thus making any insider dealing impossible - a much better allocation of resources than trying to sift through thousands of single transactions, identifying participants and proving that they possessed inside information.

The Directive also establishes a rule for analysts: they must take reasonable care to ensure that information is fairly presented and disclose any possible conflicts of interest. Finally,

E

E

professionals must refrain from arranging or entering into transactions if they can reasonably expect that market manipulation is involved.

The preventative measures now contained in the Directive may seem somewhat generic - they certainly do not cover all the aspects contained in Fesco's proposal. But art. 17 provides for the possibility that the Securities Committee issues guidelines in these areas, and it is to be hoped that, through this mechanism, a complete set of preventative measures to avoid market abuse in Europe is developed.

14.

Summing up, I perceive that in Europe a broad consensus is emerging on the need of updating and improving securities legislation, supervision and enforcement. The proposed draft Directive on Market Manipulation is a step forward in the right direction. Preventative measures, a common legal regime for insider trading and market manipulation, a single regulatory authority in each European country with equivalent powers, administrative sanctions, framework laws, secondary legislation, harmonised guidance and a network of regulators co-ordinating enforcement - these will be the cornerstones of an improved European market abuse regime.

What is important now is to convert these ideas and proposals into legal reality. Recent international developments have focused everyone's attention on the fact that, although the world is increasingly globalised, serious gaps remain in transnational supervision. In the wake of this new awareness, I am confident that the draft Directive will speedily be approved.

Juan Fernández-Armesto  
Profesor of Comercial Law, Universidad Comillas, Madrid  
Former Chairman, Fesco Working Group on Market Abuse

S