

EVOLUÇÃO DOS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

O ano de 2009 foi marcado por alguma estabilização dos mercados de capitais no quadro da crise financeira desencadeada em 2007.

Depois da queda acentuada de 2008 e que se prolongou até ao final do primeiro trimestre de 2009, os preços das acções registaram em geral uma recuperação significativa e uma redução da volatilidade até ao final do ano. Na Europa, as bolsas dos países nórdicos foram as que apresentaram os desempenhos mais significativos no conjunto do ano, com a praça financeira da Noruega a subir 70,4%, a da Suécia a apreciar 43,7% e a da Dinamarca 35,9%. Portugal seguiu a tendência internacional e o índice PSI20 apreciou 33,5% face a 2008. Nenhuma das empresas do PSI20 fechou o ano com desempenho negativo, tendo os seus preços relativos – quer em função dos resultados quer em função do valor contabilístico das empresas - igualmente subido.

No entanto, isso não pode ser interpretado como a ultrapassagem da situação de crise vivida nos anos anteriores, havendo vários indicadores que apontavam para a existência de riscos não despididos no futuro próximo. Assim, a subida do preço das acções não encontrou correspondência na evolução dos resultados das empresas, fazendo subir o rácio preços/resultados (PER) para valores muito elevados, o que representava uma redução significativa do prémio de risco exigido pelos investidores porventura inferior à que seria justificada face às incertezas que subsistiam, inclusivamente no que diz respeito às perspectivas de recuperação económica. O risco de uma recessão com dupla queda permaneceu e permanece, ainda hoje, no horizonte, aconselhando também elevada prudência na projecção dos resultados empresariais futuros. Além disto, as fortes recuperações não foram suficientes para recuperar as perdas acumuladas desde o início da crise. A bolsa da Islândia afundou 91,5% entre finais de 2006 e de 2009, enquanto a da Irlanda caiu 68,4%. No mesmo período, o índice de referência da bolsa portuguesa sofreu uma desvalorização de 24,4%.

Outro facto que demonstra a ausência de regresso à normalidade dos mercados foi a continuada forte dependência de financiamento dos bancos face ao Banco Central Europeu (BCE), acompanhado da permanência de elevados valores dos depósitos nesta instituição, mostrando também que a confiança não foi ainda estabelecida no mercado interbancário. Apesar disso, os níveis globais de liquidez permaneceram elevados, podendo ter contribuído para o referido acentuado aumento de preços nos mercados de acções. Estas circunstâncias reforçaram os

riscos de uma correcção de preços, que veio, aliás, a ocorrer na primeira metade de 2010. Por outro lado, a situação tal como foi descrita acentua as dúvidas e os riscos decorrentes da normalização da política de cedência de liquidez do BCE sobre as economias e os mercados de capitais europeus.

Neste contexto, foram notórias algumas tendências que se têm vindo a consolidar nos mercados. Antes de mais, as limitações no mercado de financiamento dos bancos levaram a que se tenha acentuado a colocação de produtos complexos nos clientes de retalho. Sendo notória a maior aversão ao risco destes produtos por parte dos investidores institucionais e num quadro de taxas de juro muito baixas, os clientes bancários têm vindo cada vez mais a ser confrontados com a oferta de produtos financeiros de complexidade e, em muitos casos, opacidade significativas.

Na mesma linha, aumentou fortemente no mercado europeu a oferta de “*Exchange Traded Funds*” e “*Exchange Traded Notes*”, produtos não cobertos pelas obrigações de transparência da DMIF, alguns alavancados, e que têm igualmente vindo a ser colocados no retalho, seja directamente, seja através de fundos de investimento mobiliário.

No funcionamento dos mercados foram também visíveis as consequências do regime introduzido pela DMIF que conduziu de facto a uma significativa fragmentação da negociação, reduzindo o peso da negociação em mercados regulamentados tradicionais em benefício dos novos sistemas multilaterais de negociação e de formas de negociação internalizadas pelos intermediários financeiros.

Neste contexto, surgiram figuras como o “*High Frequency Trading*”, as “*Dark Pools*” e os “*Crossing Networks*”, correspondentes a diversas formas de inovação na negociação de acções, com a característica comum de conduzirem a menor transparência. Este é um facto que tem merecido e continuará a merecer a atenção dos reguladores, na busca de soluções que, sem travar a inovação, permitam a salvaguarda do interesse dos investidores e a sua adequada protecção.

No campo dos fundos de investimento foi também evidente a tendência para o resgate de fundos de curto prazo (sobretudo fundos do mercado monetário). Em geral, os valores sob gestão dos fundos de investimento conheceram quebras significativas entre finais de 2007 e finais de 2009, não tendo a recuperação registada neste último ano sido suficiente para eliminar as perdas anteriores. Em vários Estados da UE a queda dos activos sob gestão em 2008/2009 ultrapassou os 20% (casos de Áustria, Bélgica, República Checa, Grécia, Itália, Portugal, Espanha e Polónia).

O financiamento das economias europeias conheceu, no curso da crise financeira, alguma mudança na sua estrutura tradicional. Face a alguma retracção

do crédito bancário – que, todavia, não impediu que tivesse continuado a crescer a taxas reais positivas – verificou-se um processo de desintermediação financeira, traduzido no aumento expressivo das emissões de valores mobiliários, sobretudo de dívida, em 2009 e já em 2010. Esta evolução não foi acompanhada pelo sector de “*Private Equity*” que registou em 2009 uma quase estagnação, não tendo assim funcionado como alternativa às formas tradicionais de financiamento. O mesmo se passou com o mercado de ofertas iniciais de acções (IPO) que teve expressão reduzida em 2008 e 2009, embora com alguns sinais tímidos de recuperação no final de 2009. Já no caso português o sector do capital de risco registou expansão significativa, podendo ver efectivamente reforçado o seu papel como fonte de capitais próprios para o segmento das pequenas e médias empresas.

A partir do último trimestre de 2009, um novo foco de instabilidade surgiu nos mercados, desta vez associado ao mercado de dívida, em particular das dívidas soberanas de países europeus. Este era, aliás, um risco antecipável, na medida em que a intervenção de dimensão sem precedentes por parte dos Estados em operações relacionadas com a crise financeira e no processo de combate às consequências recessivas da mesma, conduziu a um forte aumento da dívida e dos défices públicos, elevando as necessidades de financiamento e o risco de crédito associado. Ou seja, uma parte dos riscos que foram evitados – e que seriam de enormes proporções – com a intervenção dos governos acabou por ser transferida para o âmbito do mercado de dívida pública. Este tem vindo a apresentar sinais de grande instabilidade, sobretudo na sequência da crise da dívida pública grega e da redução das notações de “*rating*” da dívida de vários Estados europeus. Associado a este comportamento tem estado também o mercado de derivados de crédito. Havendo que distinguir neste comportamento o que é a especulação legítima do que pode ser manipulação de mercado, é essencial dotar os supervisores de meios e instrumentos necessários para esse fim, num campo onde as transacções têm lugar predominantemente em mercados de balcão (OTC) até agora não sujeitos a obrigações de transparência e outras que tratem adequadamente os riscos envolvidos. O que reforça a urgência das reformas a introduzir neste tipo de mercados, há muito identificadas como necessárias mas, até agora, não concretizadas.

REFORMAS REGULATÓRIAS DO FORO INTERNACIONAL

O diagnóstico das causas da crise financeira que eclodiu no verão de 2007 foi formulado de forma célere e consensual. O mesmo se diga das medidas a tomar para que situações similares não se voltem a repetir. A forma como foi, em geral, recebido o Relatório “de *Larosière*”, quer por instâncias de decisão política, quer pelos reguladores, quer pela opinião pública, é disso reveladora. De facto, este

relatório não só formulou uma síntese correcta das causas da crise, como propôs medidas entendidas, em geral, como adequadas. Também os 20 países de maior relevância internacional (G20) acordaram de forma célere determinadas reformas regulatórias. Entre as medidas que o G20 preconizou, incluía-se (i) o alargamento da regulação e da supervisão a todas as instituições com supervisão sistémica, de modo a eliminar os “alçapões” de regulação que o diagnóstico das causas da crise financeira tinha iluminado. O G20 defendia também (ii) a sujeição das agências de *rating* a registo e supervisão e (iii) a criação de um sistema contabilístico único de elevada qualidade. A mesma instância institucional advogou (iv) a desalavancagem das economias, através da exigência de maior qualidade, quantidade e consistência internacional dos capitais do sistema bancário, mitigação do risco de alavancagem e obrigatoriedade de criação de reservas de recursos durante os ciclos de crescimento. O (v) aperfeiçoamento dos modelos de regulação europeu e mundial foi outra das reformas acordadas entre aqueles 20 países. Nesse sentido, estabeleceu a criação do Conselho de Estabilidade Financeira em substituição do *Financial Stability Forum*; a cooperação entre o Conselho de Estabilidade Financeira e o Fundo Monetário Internacional para antecipar riscos macroeconómico e financeiros e propor medidas para os enfrentar; e a reforma do sistema regulatório para permitir às autoridades identificar e ter em conta os riscos macro-prudenciais. Entre as reformas identificadas pelo G20 destaca-se ainda a necessidade de (vi) regulamentar os “*hedge funds*”, adoptar medidas penalizadoras para os *offshore* não cooperantes e criar ou reforçar o papel das entidades de defesa dos direitos dos consumidores.

O Relatório “de *Larosière*”, por sua vez, além de acções com objectivos similares aos preconizados pelas medidas do G20, defendia adicionalmente medidas tendentes a harmonizar os regimes sancionatórios no sentido de dotar as autoridades de supervisão de poderes sancionatórios fortes, equivalentes e dissuasores de todos os tipos de criminalidade financeira. Aquele documento defendia, igualmente, medidas que induzam a uma aplicação efectiva de princípios de bom governo das sociedades. Defendia também, para terminar, a aplicação de forma estrita das exigências da DMIF, designadamente a extensão do princípio da elevada protecção dos clientes aos sectores dos mercados de instrumentos financeiros e dos seguros, bem como a exigência de independência e a valorização da função de gestão do risco.

Em 2009 alguns passos foram dados no sentido da adopção das medidas preconizadas, tanto pelo G20, como pelo Relatório “de *Larosière*”, ainda que de forma bastante mais tímida e lenta do que a célere identificação das causas da crise e respectivas ilações fazia prever. A nível europeu o domínio em que mais se avançou foi o da sujeição das agências de notação de risco a registo e supervisão. De facto, o Regulamento CE nº 1060/2009 veio sujeitar as agências de *rating* a registo obrigatório pelo CESR, que passa a ser também a entidade competente

para a sua supervisão, quando emitam notação de risco para empresas com actividade no espaço europeu.

Um outro domínio onde foram dados passos no sentido preconizado foi o das políticas remuneratórias (quer de administradores de empresas, quer de práticas de remunerações no sector financeiro), através da emissão de recomendações neste domínio pela Comissão Europeia. A iniciativa relativa à remuneração dos administradores visou garantir uma coerência entre os incentivos previstos na política de remuneração e o objectivo da viabilidade a longo prazo, tanto a nível da estrutura das remunerações como da governação das sociedades. A iniciativa relativa à política de remuneração no sector dos serviços financeiros visou alinhar os incentivos previstos na política de remuneração das sociedades neste sector com o objectivo da viabilidade a longo prazo e da boa gestão dos riscos, mediante a melhoria da estrutura de remuneração, da governação das sociedades e da supervisão das instituições financeiras.

Também no que se refere à organização institucional da supervisão se registaram avanços, ainda que não se tenham ainda implementado na prática as reformas preconizadas. A Comissão Europeia, visando dar sequência ao recomendado no Relatório “de Larosière”, apresentou, em Setembro de 2009, projectos de regulamentos que visam estabelecer: (i) um Conselho Europeu para o Risco Sistémico incumbido da vigilância e análise das ameaças potenciais à estabilidade financeira que possam surgir de desenvolvimentos macroeconómicos ou de evoluções registadas nos sistemas financeiros globalmente considerados. Além disso, tal conselho terá como missão emitir alertas sempre que detecte a existência de riscos sistémicos, podendo formular recomendações quanto às medidas a adoptar para os enfrentar; e (ii) um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, que consiste numa rede de autoridades nacionais em conexão com novas autoridades europeias de supervisão. A supervisão dos mercados no dia a dia ocorrerá ao nível nacional e a supervisão de grupos *cross-border* far-se-á através de colégios de supervisores.

Em relação às novas autoridades europeias, que se prevê possam estar a funcionar no início de 2011, a Comissão Europeia propôs a criação de três, mediante a transformação dos actuais comités de nível 3 (3L3). Assim, deverão ser criadas a *European Banking Authority* (EBA), a *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) e a *European Securities and Markets Authority* (ESMA). Esta última, a resultar da transformação do CESR, terá por missão promover o funcionamento do mercado interno de capitais, incluindo assegurar um elevado, efectivo e consistente nível de regulação e supervisão de modo a proteger os investidores e assegurar integridade, eficiência e o funcionamento regular dos mercados financeiros. Entre as principais funções da ESMA inclui-se, nos termos da proposta da Comissão Europeia: elaborar normas técnicas de aplicação obrigatória;

emitir *guidelines* e recomendações dirigidas quer às autoridades nacionais quer directamente aos participantes no mercado; investigar os incumprimentos da legislação europeia pelas autoridades nacionais e emitir uma recomendação no sentido do seu cumprimento. Em certas situações, a Autoridade poderá, de acordo com a proposta, tomar decisões dirigidas directamente aos participantes no mercado para que cumpram com as obrigações decorrentes da legislação europeia.

A CMVM participa, no âmbito do CESR, no processo de discussão quer do projecto de regulamento inicialmente proposto, quer de projectos de alteração provenientes quer da própria Comissão Europeia, quer do Parlamento Europeu.

MEDIDAS E REFORMAS REGULATÓRIAS DO FORO NACIONAL

Em 2009 a actividade legislativa e regulamentar teve por principal objectivo atenuar os efeitos da crise financeira e reforçar a protecção dos investidores, tendo sido adoptadas algumas medidas com esse intuito. Assim, em conformidade com a recomendação do Relatório “de Larosière” no sentido de dotar as autoridades de supervisão de poderes sancionatórios fortes, a Lei n.º 28/2009 veio agravar as penas máximas aplicáveis aos crimes de mercado e as coimas máximas aplicáveis pela CMVM em processos de contra-ordenação. Os crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado passaram a ser punidos com pena de prisão até cinco anos e as coimas máximas em processos de contra-ordenações da CMVM passaram para 5 milhões de euros quando sejam classificadas como muito graves, para 2,5 milhões de euros nas qualificadas como graves e para 500 mil euros nas menos graves. No caso de cúmulo de sanções ou do benefício do crime ser superior a 5 milhões de euros, a coima máxima aplicável passou a ser de 10 milhões de euros.

O mesmo diploma tornou obrigatória a divulgação por empresas cotadas e intermediários financeiros das remunerações individuais dos órgãos de administração e de fiscalização e a aprovação da política de remunerações pelas respectivas assembleias gerais, reforçando assim a transparência neste domínio.

Esta Lei determinou ainda a proibição de concessão de crédito, por instituições de crédito, a entidades sedeadas em jurisdição *offshore* considerada não cooperante ou cujo beneficiário último seja desconhecido e ainda à imposição de deveres especiais de registo de operações.

Em 2009 entrou também em vigor o Decreto-Lei n.º 185/2009 que estabeleceu novas exigências quanto ao conteúdo das contas anuais e as contas

consolidadas apresentadas por bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros, transpondo as directivas comunitárias sobre a matéria para o ordenamento jurídico interno. Neste Decreto-Lei estão ainda contempladas medidas de simplificação e eliminação de actos no âmbito de operações de fusão e cisão, e novas regras quanto à divulgação das operações que envolvam, nomeadamente, os principais dirigentes da sociedade, cônjuges de administradores, accionistas minoritários e outras partes relacionadas, sempre que sejam relevantes e sejam realizadas fora das condições normais de mercado.

Este diploma consagra também o princípio do *comply or explain* no que toca ao acolhimento do código do governo das sociedades a que a sociedade se pretenda vincular, regra até aí apenas prevista num regulamento da CMVM.

Também no sentido da acrescida protecção dos clientes das instituições financeiras, o Decreto-Lei n.º 211-A/2008 veio sujeitar a informação e a publicidade sobre produtos financeiros complexos a aprovação prévia da CMVM. Este normativo obriga à entrega de documento informativo aos clientes com informação regulada. Além disso, torna obrigatória a comunicação à CMVM pelas instituições financeiras e sociedades abertas das participações detidas em sociedades com sede em Estado que não seja membro da União Europeia.

Em 2009 foi também publicado o Decreto-Lei n.º 64/2009 que ao estabelecer mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções das sociedades anónimas, flexibiliza e facilita as operações de capitalização das sociedades anónimas. Foi assim alterado o regime previsto no Código das Sociedades Comerciais que estabelecia que o valor pelo qual são emitidas as acções não pode ser inferior ao respectivo valor nominal.

Em 2009 foi, ainda, transposta para o ordenamento jurídico português a directiva comunitária sobre activos elegíveis através da alteração do Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro relativo ao Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo.

O Governo colocou em consulta pública uma proposta de alteração da arquitectura do sistema de supervisão do sistema financeiro para o modelo “*twin peaks*”, assente em dois pilares institucionais centrados, respectivamente, na supervisão prudencial e na supervisão comportamental.

Mais recentemente (já em 2010) foi elaborada uma proposta de Lei que cria os tribunais especializados nas áreas da concorrência, regulação e supervisão da propriedade industrial, medida que vai no sentido (desejável) de assegurar uma mais célere (e, por isso, efectiva) penalização dos comportamentos mercedores de sanção.

ACTIVIDADE DA CMVM

Também a CMVM tirou ilações das causas da crise financeira procurando, dentro das suas atribuições, promover práticas mais saudáveis. Assim, (i) adoptou regulação mais exigente ao nível da actividade de análise financeira e consultoria para investimento (designadamente ao nível da qualificação e da certificação). Além disso, (ii) promoveu a revisão da regulamentação da avaliação dos imóveis dos fundos de investimento mobiliário (dando origem a uma consulta pública a ocorrer já em 2010). A CMVM também (iii) reforçou a supervisão de produtos complexos, determinando a inclusão de advertências obrigatórias neste tipo de produtos, desenvolvendo estudos que poderão culminar na divulgação obrigatória da probabilidade de ocorrência de certos eventos ou rentabilidades e supervisionando com rigor os anúncios sujeitos à sua aprovação (72% dos quais foram aprovados com alterações e 18% não foram aprovados ou o pedido de aprovação foi retirado). Visando o reforço da protecção dos clientes das instituições financeiras, a CMVM promoveu (iv) a redefinição dos processos de tratamento de reclamações e apoio ao investidor e de mediação. Iguamente merecedora de relevância mencione-se (v) a integração das áreas de apoio jurídico e contencioso, reforçando assim os recursos tendentes a assegurar uma efectiva e atempada penalização dos comportamentos não conformes com as regras em vigor. São ainda merecedoras de saliência: (vi) a emissão de novas recomendações sobre o governo societário (incorporando as conclusões do debate entretanto havido em diferentes contextos sobre o contributo de certas práticas de governo empresarial para a crise financeira); (vii) o reforço da supervisão presencial e do combate ao abuso de mercado; e (viii) a redefinição dos objectivos prioritários para 2010 (que são: reforçar a sua acção na protecção dos investidores e consumidores de produtos financeiros; aumentar a celeridade das acções contenciosas; reduzir os custos da supervisão; prosseguir e reforçar a sua acção de garante da integridade do mercado; e continuar e aprofundar a sua actuação no âmbito do governo societário, com abertura a iniciativas de natureza privada).

COMBATE AO ABUSO DE MERCADO

O crescimento do mercado de capitais e o seu contributo para o desenvolvimento económico do país só pode ser conseguido através do reforço da integridade, da credibilidade e da segurança dos vários intervenientes no mercado de valores mobiliários. O combate ao abuso de mercado continuou a ser uma das principais prioridades da CMVM ao longo de 2009 e com especial foco na protecção dos investidores, em particular dos “não qualificados”.

No domínio da investigação dos crimes de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado bem como de outros ilícitos criminais, a CMVM concluiu 42 processos de averiguações, sendo mais de metade relativos a outros ilícitos (nomeadamente intermediação financeira não autorizada, a grande maioria resultante da utilização de sítios da *internet* para angariação de investidores). Cerca de um quarto dos processos teve origem na suspeita de abuso de informação privilegiada e os restantes na suspeita de manipulação de mercado. Para a detecção dos casos averiguados muito contribuiu o sistema electrónico de vigilância do mercado (SIVAM). Na sequência destes processos, foram feitas três participações ao Ministério Público, das quais duas por suspeita de manipulação de mercado e uma por suspeita de abuso de informação privilegiada.

Da actividade de investigação resultou também a abertura de vários processos de contra-ordenação, na sua maioria por violação do dever de defesa do mercado ou das regras relativas à divulgação de informação privilegiada. A cooperação internacional entre as autoridades de supervisão dos mercados de instrumentos financeiros e com as autoridades judiciárias nacionais e estrangeiras foi fundamental para a investigação de eventuais abusos de mercado, em especial dos intermediários financeiros que actuam em solo nacional, mas que estão sob alçada de autoridades de supervisão de outros países. Neste âmbito, a CMVM contactou directamente os intermediários financeiros estrangeiros relevantes e no que toca à identificação de clientes finais de operações realizadas foram efectuados os necessários pedidos de assistência internacional, incluindo a Estados que não integram o espaço comunitário.

AUMENTO DA ACTIVIDADE SANCIONATÓRIA

A CMVM instaurou 41 processos de contra-ordenação – que se juntaram aos 57 que transitaram de 2008 – dos quais cerca de metade resultaram de deficiências na qualidade e oportunidade da informação prestada. Os restantes processos instaurados respeitaram à violação dos deveres de intermediação financeira, à integridade e equidade do mercado e à gestão colectiva das poupanças dos investidores.

O número de processos iniciados relativos a intermediação financeira foi o que registou o maior aumento anual, tendo crescido 60% face a 2008. Por seu lado, as infracções relativas à integridade e equidade do mercado aumentaram 50%.

A CMVM proferiu decisão em 43 processos a maioria dos quais relacionados com a qualidade e oportunidade da informação (mais 93% do que no ano anterior) e outros relacionados com a intermediação financeira (mais 133% do que

em 2008). Em 12 processos a CMVM decidiu, ao abrigo do artigo 422.º do Código de Valores Mobiliários, publicar a sanção aplicada e a identificação dos infractores. Foram aplicadas coimas no valor total de 6.567.500 euros.

O número de processos impugnados – decididos e a decorrer – ascendeu a 34, mais sete processos do que no ano anterior. No final de 2009 tinham sido decididos cinco processos em tribunal e 29 estavam ainda a decorrer nas instâncias judiciais.

É importante referir que em 2009 o Tribunal da Relação de Lisboa confirmou as decisões de condenação proferidas pela CMVM em processos de contra-ordenação que tinham sido revogadas pelo Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa. Num dos processos estava em causa a violação do dever de segredo sobre a preparação de uma oferta pública de aquisição e, noutro, foram detectadas duas violações do dever de divulgação dos factos relevantes e duas violações do dever de guardar segredo sobre a existência e o conteúdo de factos relevantes. O Tribunal da Relação de Lisboa proferiu ainda decisões de mérito em dois recursos interpostos pela CMVM em 2008.

AUMENTO DA ACTIVIDADE DE SUPERVISÃO

A supervisão tem como objectivos principais contribuir para a estabilidade financeira e para a confiança nos mercados e seus operadores, bem como proteger o investidor.

Ao longo de 2009, a CMVM acentuou a supervisão presencial a intermediários financeiros, entre os quais instituições de crédito nacionais, sociedades gestoras de patrimónios, sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e imobiliário. Foram também inspeccionadas várias centenas de organismos de investimento colectivo e de fundos de investimento imobiliário com vista ao controlo dos limites legais de investimento, bem como para o acompanhamento diário de resgates, liquidez, endividamento e valorização dos activos. Sociedades de capital de risco ou entidades gestoras de fundos de capital de risco e sociedades de titularização de créditos fazem ainda parte do grupo de instituições supervisionadas.

Na sequência das acções de supervisão, várias sociedades gestoras foram notificadas para procederem à regularização de situações de incumprimento. As acções de fiscalização centraram-se sobretudo na verificação da existência de mecanismos adequados para a efectiva identificação, avaliação e controlo dos riscos inerentes às actividades exercidas pelos intermediários financeiros.

Na sequência de uma acção de supervisão foi deliberada pela CMVM a liquidação compulsiva do único fundo gerido por uma sociedade gestora de fundos de investimento imobiliário e o cancelamento do seu registo junto da CMVM.

O objectivo da protecção do investidor foi ainda concretizado em áreas diversas como os relatórios elaborados por peritos avaliadores de imóveis, as recomendações de investimento (*research*), a fiscalização da publicidade e comercialização de produtos financeiros e os relatórios e contas dos emitentes. Continuou, também a ser desenvolvido um rigoroso controlo dos deveres de prestação de informação ao mercado por parte destas sociedades.

Em termos de estrutura de mercado, a CMVM desencadeou em 2009 acções de supervisão presencial junto de uma entidade gestora de sistema de negociação multilateral (OPEX) e de um sistema de liquidação (Interbolsa) destinadas a verificar presencialmente os procedimentos implementados e validar a sua conformidade com as regras e a legislação aplicáveis.

Relativamente à supervisão dos mercados em tempo real, houve um expressivo crescimento do número de situações identificadas, consequência das recentes medidas implementadas pela CMVM na prevenção e no combate ao abuso de mercado decorrentes do desenvolvimento e da implementação do sistema SIVAM.

APOIO AOS INVESTIDORES E RECLAMAÇÕES

O apoio ao investidor e o seguimento de reclamações foi uma das prioridades fixadas pela CMVM. A criação, no final 2009, de um novo Departamento de Apoio ao Investidor e Comunicação obedeceu a esta orientação e procurou tirar partido das sinergias e da experiência acumulada nas duas unidades orgânicas que veio substituir – o contacto directo com os investidores e o domínio de técnicas de clareza e objectividade da linguagem. Esta reorganização visou criar condições para que sejam dadas respostas mais céleres, mais claras e mais completas aos pedidos dos investidores, aumentar a consciência destes para a necessidade de tomarem decisões de investimento esclarecidas e permitir uma verificação mais rápida do cumprimento das normas de conduta e deveres de informação, nomeadamente pelos intermediários financeiros e pelos emitentes.

Em 2009 foram recebidas 3.530 reclamações e consultas dos investidores, o que representa um aumento de 43,2% face a 2008. Entre estas, as reclamações referentes exclusivamente aos casos BPP e BPN totalizaram 1.359. 98% das reclamações visaram intermediários financeiros. Entre os assuntos objecto das reclamações dos investidores destaca-se a falta de realização, pelo intermediário financeiro, do teste de adequação dos instrumentos financeiros ao perfil de risco dos clientes.

A prestação de informação incompleta, não clara e não objectiva, a falta de determinação dos perfil dos investidores, a ausência ou insuficiência na infor-

mação prestada sobre os riscos incorridos, as irregularidades da formalização de investimentos ou desinvestimentos, a cobrança excessiva ou desajustada de comissões, a utilização de técnicas de comercialização agressivas e o conteúdo da publicidade realizada a produtos financeiros complexos estão na base da maioria das reclamações apresentadas.

No caso BPP, a maioria das reclamações recebidas resultou da decisão do BPP de não liquidar os resgates das aplicações solicitadas pelos clientes no final de Novembro. Os reclamantes detinham os montantes em regime de co-titularidade, sendo de um modo geral avessos ao risco, e não possuindo formação específica na área financeira.

No caso dos clientes do BPN, a maioria das reclamações incidiu sobre o incumprimento pelo banco dos deveres relativos à comercialização de instrumentos financeiros emitidos pelo próprio banco ou por outras sociedades do grupo. Também na origem das reclamações esteve o potencial incumprimento dos deveres de qualidade de informação prestada nas fichas técnicas dos produtos, como os riscos em que incorriam, a falta de pagamento de juros e reembolsos dos montantes aplicados nos prazos previstos.

Deve assinalar-se também a conclusão do processo de mediação desenvolvido pela CMVM entre o BCP e os seus clientes que envolveu 329 processos e 404 investidores (pessoas singulares).

REGULAÇÃO FINANCEIRA EM *FORA* NACIONAIS E INTERNACIONAIS

Devido à elevada interacção entre diferentes mercados e instrumentos financeiros, a cooperação entre autoridades de regulação de uma mesma jurisdição ou não, é essencial. Assim, em 2009 a CMVM teve um contributo decisivo para as reformas regulatórias internacionais, principalmente no CESR e na IOSCO. Em ambos, o Presidente da CMVM desempenha funções de liderança, procurando promover em tais *fora* os melhores resultados em termos de estabilidade financeira e protecção do investidor.

A CMVM teve ainda participação activa em *fora* de cooperação a nível nacional promovidos, entre outros, pelo Ministério das Finanças e da Administração Pública, pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, pelo Conselho Nacional de Estabilidade Financeira e pelo Conselho Nacional de Supervisão da Auditoria.

O ano de 2009 marcou ainda o início da implementação das recomendações internacionais sobre políticas de remuneração das instituições financeiras, de

articulação na interpretação e aplicação das regras contabilísticas aplicáveis ao sector financeiro (em particular, as IAS/IFRS) e de reforço dos planos de continuidade de negócio das instituições financeiras. Destaca-se de igual modo o estudo dos aspectos operacionais relativos à coordenação ou cooperação entre autoridades, no contexto da gestão da crise financeira, a colaboração com autoridades congéneres internacionais (designadamente para efeitos de troca de informação sobre a actividade transfronteiriça de intermediários financeiros, sobretudo em relação a intermediação financeira não autorizada, participações qualificadas e investigações em relação à suspeita de práticas de abuso de mercado). Por fim, a CMVM assinou em Março de 2009 um Acordo de Parceria Institucional entre os Reguladores de Valores Mobiliários dos Países do Mediterrâneo.

OBJECTIVOS PARA 2010

De acordo com os objectivos estabelecidos para 2010, a CMVM intensificará o seu trabalho de protecção dos investidores e da integridade do mercado. Na área de supervisão, o âmbito de detecção das anomalias será alargado aos títulos que não integram o índice PSI20. O sistema de alertas passará, assim, a abranger todas as sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*.

No campo da protecção do investidor, várias iniciativas serão decisivas para o seu reforço. Deverá ser concluída a remodelação do portal do investidor, acessível a partir do sítio da CMVM na *internet*, com o objectivo de oferecer aos investidores um acesso facilitado e rápido a informação clara e objectiva sobre as regras de funcionamento do mercado de capitais. A conclusão do processo de reestruturação dependerá, contudo, da evolução do projecto do Governo para a reforma da supervisão do sistema financeiro.

Pretende-se ainda conseguir uma maior celeridade no tratamento de reclamações e de pedidos de informação que, a par do reforço da educação financeira dos investidores, estarão no topo das metas para 2010. Para que a resolução de conflitos entre investidores e intermediários financeiros seja mais célere e eficaz, irá ainda ser reforçada a área de mediação de conflitos.

A CMVM está também empenhada em melhorar a qualidade da informação prestada pelas empresas cotadas, em particular, no que toca à informação que é prestada sobre as contas. Com este objectivo será intensificada a supervisão sobre os auditores dos emitentes. O reforço da acção na área do governo das sociedades (*corporate governance*) com abertura a iniciativas de natureza privada e de auto-regulação deverá também ser fomentada no decorrer de 2010.

Por outro lado, será reforçada a supervisão dos relatórios de *research* sobre as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, quer sejam elaborados por intermediários

financeiros nacionais como internacionais. Em 2010 deverá ser disponibilizado no sítio de *internet* da CMVM uma tabela comparativa de preços-alvo.

Ainda no rescaldo da crise financeira, os fundos de investimento mobiliários abertos serão alvo de monitorização acrescida, que recairá sobre a evolução das subscrições e dos resgates, os níveis de liquidez e de endividamento, controlo de rácios legais e prudenciais, bem como sobre a valorização dos activos e a composição das carteiras. Será objecto de particular escrutínio o nível de exposição ao risco destes fundos. No caso dos fundos imobiliários, a supervisão incidirá sobretudo sobre a actividade dos peritos avaliadores.

A CMVM prosseguirá também a supervisão presencial aos intermediários financeiros, nomeadamente ao nível da implementação da DMIF, da identificação e prevenção de conflitos de interesses e da prevenção de práticas de branqueamento de capitais.

Também a comercialização de produtos financeiros complexos deverá continuar a crescer a um ritmo elevado em 2010. Tendo como preocupação a defesa dos investidores, irá prosseguir com o esforço para garantir que há uma melhoria da informação prestada pelos intermediários financeiros e reforçar o controlo da qualidade dos documentos informativos.

Por fim, à semelhança de 2009, a CMVM e o seu Presidente continuarão intensamente envolvidos na prossecução das reformas regulatórias internacionais de modo a contribuir para a maior solidez e estabilidade do sistema financeiro.