



## **Ciclo de Conferências ‘As Políticas Públicas em Debate’**

### **As Políticas Públicas pelo Olhar dos Reguladores**

#### **“Regulação e supervisão nos mercados financeiros”**

**Gabriela Figueiredo Dias**

Ordem dos Economistas e Universidade de Évora – 26.02.2019

### **I – Políticas Públicas e Regulação Financeira e do Mercado**

**1.** A estrutura e operação dos sistemas financeiros têm vindo a sofrer alterações muito relevantes nos últimos anos, em resultado da ainda recente crise financeira, mas também de evoluções registadas ao nível da rapidez e intensidade da inovação financeira, da tecnologia, da internacionalização e integração dos mercados, das técnicas de distribuição de produtos e serviços, da concorrência intensa entre operadores e mercados e da diluição das fronteiras nos serviços financeiros.

Tais desenvolvimentos têm determinado sistemas financeiros e mercados cada vez mais sofisticados e complexos, orientados para o crescimento económico e que aumentam de forma exponencial as oportunidades. Ao mesmo tempo, porém, esta transformação, bem como os eventos que têm vindo a sobressaltar os mercados, estão na base de graves problemas de confiança, sustentabilidade e integridade, com consequências severas não só para os próprios mercados como, de uma forma mais ampla, para a estabilidade financeira, as economias e o bem-estar social.

Isso mesmo o demonstrou a crise e o demonstra a realidade presente do sistema financeiro, sobre o qual continuam a recair preocupações, em torno de temas clássicos, como os da proteção do investidor e do consumidor de produtos financeiros em geral em relação a falhas informativas, condutas inadequadas na distribuição de produtos e serviços ou na manipulação ilícita do funcionamento do mercado, mas também de riscos e fenómenos que as crises, os eventos e a inovação vieram trazer para o centro da discussão.

Tais eventos e consequências têm vindo a obrigar a questionar a eficiência e eficácia da regulação e da supervisão, a nível nacional e internacional, sendo esse um tema sistematicamente abordado nos mais relevantes espaços de discussão e de formação de políticas públicas, com vista ao reforço da confiança da comunidade na regulação e supervisão financeira e na realidade de que ela se ocupa.

**2.** Em cada momento e em cada contexto e jurisdição, a reflexão em torno da eficiência e eficácia da regulação e da supervisão financeiras, bem como as escolhas e decisões a adotar, desenvolve-se, como não podia deixar de ser, em estreita dependência com as políticas públicas

definidas pelos decisores políticos num determinado momento e contexto económico e social. A resposta aos problemas e fragilidades identificados nesse contexto deve também ser construída à luz dos princípios de “Melhor Regulação” (*better regulation*), ancorada em políticas públicas robustas, de elevada qualidade e orientadas para resultados.

3. A qualidade e eficácia das políticas públicas para o setor financeiro não diferem, assim, nos seus pressupostos daqueles que permitem assegurar a qualidade de quaisquer políticas públicas, independentemente do contexto, dos seus responsáveis e dos seus objetivos e destinatários. Esses pressupostos assentam, essencialmente, num processo de conceção e estabelecimento dessas políticas cuja observância é crítica para assegurar não só a qualidade, mas também a própria legitimidade das políticas e da ação regulatória que lhes dá concretização, e que é constituído por três fases:

- A fase de identificação dos problemas e das oportunidades, que é fundamental para justificar as políticas adotadas e assegurar a sua utilidade e legitimidade;
- A fase de definição rigorosa das causas desses problemas, garantindo uma formulação clara e objetiva das estratégias e respostas alternativas, incluindo avaliações de impacto económico e de consistência com a política global de um determinado sistema;
- E, finalmente, a da implementação das políticas respeitando os princípios de “melhor regulação”, nomeadamente promovendo a simplicidade, clareza e eficácia, bem como sistemas adequados de *enforcement* e de monitorização de resultados.

4. Não constituindo uma realidade autónoma, autojustificada ou abstrata, a regulação financeira não só se enquadra, naturalmente, numa determinada abordagem política da administração pública e das suas várias estruturas e manifestações, concretizada num mandato que é definido pelos decisores políticos, como deverá mesmo concretizar essas políticas, conferindo consistência ao projeto político de conformação da economia e da sociedade que aos governos compete.

Tal não significa, porém, que os reguladores não devam participar na conceção das políticas dirigidas ao setor onde atuam: pelo contrário, o conhecimento que detêm do setor e das suas especificidades, bem como o carácter independente destas entidades aconselha ao seu envolvimento na definição daquelas políticas, de modo a que a sua atuação não se resuma na mera execução de políticas concebidas pelo decisor político e a conferir-lhe uma margem adequada de autonomia na forma de endereçar os problemas.

Um processo saudável de criação de políticas públicas em matéria de regulação e supervisão financeira não prescinde por isso de uma participação ativa dos próprios reguladores na sua criação, que devem contribuir para a observância do rigor processual e da qualidade material das políticas, nomeadamente quanto ao que regulamentar, quem regulamentar e como regulamentar.

Em relação à regulamentação financeira - no caso que aqui importa destacar – é essencial que esta seja:

- *Justificada*, indo ao encontro de problemas concretos ou riscos percebidos no sistema financeiro, na robustez das instituições, no comportamento dos agentes, na informação disponibilizada, no tipo de produtos distribuídos, ou permitindo potencializar oportunidades decorrentes da inovação financeira, da globalização, entre outras dimensões;
- *adequada*, apresentando-se como uma resposta adequada e proporcional àqueles problemas, riscos ou oportunidades;
- *eficiente*, impondo aos seus destinatários apenas os custos e encargos estritamente necessários e proporcionais para atingir os objetivos visados, não prejudicando a competitividade dos agentes e das instituições; e
- *eficaz*, porque permite atingir objetivos e decisões políticos previamente identificados.

## II – Políticas públicas e modelos de supervisão

5. Uma das principais e mais relevantes formas de expressão das políticas públicas para o setor financeiro, se não mesmo a mais relevante, pela sua natureza estrutural, reside na definição dos modelos de supervisão financeira. Assim é porque depende desses modelos a configuração da própria regulação, a estruturação dos temas de supervisão, o tipo de abordagem, a distribuição de responsabilidades, a perspectiva da supervisão, entre outras dimensões. Constituindo este um tema atual, tendo em conta as propostas em curso nesta matéria, vale a pena visitá-lo à luz dos princípios de políticas acima referidos.

6. A reflexão sobre a composição institucional das estruturas de supervisão financeira constituiu uma reação comum a vários países na sequência da crise financeira global. Essa reflexão visa a definição ou escolha de um modelo institucional que sirva da melhor forma o interesse público da supervisão e indiretamente, a qualidade, resiliência e integridade do sistema financeiro.

Em termos genéricos, são três os principais modelos de supervisão passíveis de ser adotados: (i) o modelo funcional ou setorial, em que diferentes supervisores são responsáveis pelas diferentes áreas de atividade do setor financeiro (banca, seguros e mercado de capitais); (ii) o modelo integrado (ou monista), que se caracteriza pela existência de uma única autoridade de supervisão com poderes de atuação sobre todo o sistema financeiro; e (iii) o modelo baseado nos objetivos prosseguidos (também conhecido por modelo Twin Peaks).

Não existe, todavia, convergência sobre o modelo de supervisão ideal ou objetivamente mais eficiente e eficaz, nem sequer modelos dominantes. Neste contexto, decisivo é assegurar, em cada caso, perante os problemas e características específicos identificados num sistema financeiro em particular, um tratamento eficaz e devidamente calibrado dos interesses (e respetivos conflitos) em presença, considerando, de forma tão inevitável como pragmática, os recursos disponíveis.

7. Não sendo identificável um modelo institucional de supervisão do sistema financeiro que se imponha por si próprio, é essencial que a respetiva configuração se mostre adequada às

características estruturais e às tendências de evolução do respetivo mercado e assegure condições e capacidade de resposta às exigências e aos desafios que atualmente se colocam à supervisão.

Concretizando, a este propósito, as três etapas e boas práticas do processo de conceção e estabelecimento de políticas públicas, fundamentais para assegurar qualidade e legitimidade aos resultados da sua aplicação, a definição de um modelo de supervisão – ou mesmo, no limite, a decisão de substituição de um modelo vigente por um modelo diferente – deve, assim, assegurar, desde logo, a identificação rigorosa e atual (*due diligence*) dos problemas com o modelo vigente; seguindo-se a definição clara de causas e oportunidades no funcionamento do sistema de supervisão - cujos resultados suportarão a definição de estratégias e respostas alternativas, incluindo a decisão (se adequada) de substituição do modelo e a escolha do modelo mais adequado em resposta aos problemas.

Tais decisões não prescindem de um envolvimento alargado da sociedade no debate sobre as alternativas disponíveis e sobre as opções a tomar, designadamente sob a forma de consulta pública alargada, sob pena não só de não serem convocados todos os elementos relevantes para a ponderação como também de a comunidade, sobretudo os supervisionados, não virem a reconhecer a decisão como legítima, participada e adequada.

Esta análise de alternativas carece ainda da condução de uma análise de impacto regulatório que, sendo imperativa para todas as políticas que visem alterações estruturais do *status quo*, é particularmente exigível quando se trate de políticas sobre o setor financeiro, trave mestra do equilíbrio económico e social e simultaneamente um setor fortemente fustigado, no nosso país, nos tempos mais recentes, com consequências que estão longe de ter sido eliminadas.

Identificados problemas, definidas causas e as alternativas, e tomadas as decisões justificadas sobre as políticas a adotar, segue-se como último passo a implementação da alternativa mais simples, clara e eficaz, a qual deverá ser acompanhada de sistemas de *enforcement* e monitorização adequados face aos objetivos a alcançar.

**8.** Os objetivos genéricos de uma opção de política regulatória sobre a supervisão financeira incluem, entre outros, o (i) reforço da proteção dos clientes de serviços financeiros e dos investidores, designadamente dos não profissionais; (ii) a estabilidade do sistema financeiro; (iii) o incremento da confiança no sistema e nas instituições por todos os agentes de mercado (incluindo profissionais); e (v) a manutenção de condições de competitividade do sistema e das instituições que nele operam, em ambiente aberto e internacional, propiciando condições de desenvolvimento e constante modernização das instituições e operadores em geral e, consequentemente, da economia nacional. Permitirá, ainda, prevenir, tanto quanto possível, a materialização de riscos sistémicos.

Mas um modelo sólido e resiliente de supervisão do sistema financeiro será também um modelo que minimizará os encargos para as finanças públicas com o sistema financeiro, bem como encargos para o próprio sistema financeiro, e que crie condições para que o mesmo possa servir, de forma sustentada e a longo prazo, a economia, a criação de emprego, a comunidade nacional e o ambiente.

9. Os modelos de supervisão financeira devem ainda respeitar determinados princípios nucleares e essenciais, a serem ponderados na definição das políticas públicas que lhes estejam subjacentes, que lhes dão identidade e legitimidade e que permitem avaliá-los contra a prática e os princípios internacionais estabilizados nessa matéria. Entre eles estão a:

- ***Clareza e simplicidade***

Qualquer modelo de supervisão deve ser, tanto quanto possível, claro e alocar de forma rigorosa e transparente poderes e responsabilidades de supervisão, facilitando a sua compreensão por todos os envolvidos e agilizando o relacionamento entre estes e as autoridades de supervisão, não potenciando a diluição de responsabilidades e delimitando com clareza, sem sobreposições nem lacunas, os deveres e poderes de cada autoridade.

- ***Independência***

Um modelo de supervisão financeira deve também assegurar em absoluto a independência dos reguladores, não só em relação ao poder político como em relação a qualquer possibilidade de interferência de quaisquer entidades externas ou supervisionadas no processo de decisão do regulador. Essa independência deve ser alinhada pelos mais exigentes padrões internacionais, não se satisfazendo com o mero preenchimento de requisitos formais.

- ***Garantia de recursos***

A adequação dos meios disponibilizados aos supervisores é crucial: se a estes não forem disponibilizadas as condições necessárias e suficientes para se dotarem em tempo dos meios adequados, designadamente humanos e materiais, não haverá modelo de supervisão que possa ser eficientemente utilizado em todas as suas potencialidades.

- ***Equilíbrio entre setores do sistema financeiro***

Qualquer modelo de supervisão deve assegurar idênticas condições de supervisão sobre todos os setores financeiros supervisionados e refletir uma efetiva e material paridade de estatuto e de meios entre todos os supervisores.

Qualquer privilégio de estatuto concedido a um dos sectores e/ou ao respetivo supervisor é suscetível de criar fragilidades no sistema de supervisão como um todo, originando um risco – sério – de ocorrência de problemas sistémicos. O nivelamento dos estatutos dos supervisores e do enquadramento normativo institucional aplicável é elemento central do equilíbrio da sua atuação.

- ***Transparência e responsabilização***

A fiscalização das autoridades de supervisão constitui, por seu turno, um aspeto essencial de garantia e preservação da independência dos supervisores. Com efeito, todo e qualquer modelo de supervisão deve contemplar mecanismos de transparência e de fiscalização efetiva dos supervisores, de modo a garantir que a independência se traduz em supervisão eficaz e com resultados adequados: a independência terá de ser sempre contextualizada numa cultura de responsabilização.

- ***Enquadramento internacional***

A reorganização do sistema de supervisão nacional deve fazer um esforço para perspetivar e antecipar a evolução futura do sistema financeiro e dos seus desafios num quadro de constante mutação internacional, a começar pelo crescente protagonismo das instâncias supranacionais na supervisão e na regulação. Em pouco anos, esta condicionante alterou-se significativamente e estima-se que nos próximos essa tendência se intensifique. Assim, o modelo de supervisão terá de ser versátil, flexível e simples para poder acomodar estes desenvolvimentos.

- ***Cooperação***

Qualquer sistema de supervisão deve assentar num princípio de estreita cooperação entre supervisores ou entre áreas de supervisão. Os respetivos mecanismos terão de ser tanto mais apurados quanto mais fragmentada for a supervisão e quanto maior for a distância estabelecida entre as diversas modalidades de supervisão (comportamental e prudencial) e os diversos setores financeiros.

- ***Minimização dos custos e maximização dos benefícios***

Numa perspetiva mais dinâmica, qualquer alteração ao modelo de supervisão deve orientar-se para o objetivo de alcançar o melhor resultado possível, em termos de eficácia e eficiência e de robustecimento das autoridades envolvidas, com o menor custo possível imputado aos supervisionados, devendo sempre ser selecionadas as alternativas que permitam assegurar um determinado resultado com menos encargos.

### **III – As políticas públicas ao serviço do crescimento económico e da proteção do investidor**

**10.** Cabe igualmente referir, numa perspetiva material, a relevância das políticas públicas para o desenvolvimento do mercado, bem como para a proteção do investidor.

Sem individualizar, temos vindo a assistir a uma crescente coordenação entre decisores políticos, responsáveis por medidas e orientações gerais nestas dimensões, os responsáveis de mercado, enquanto principais destinatários das mesmas, e os reguladores, num papel de renovado envolvimento e empenho na concretização de ações que visam estes objetivos.

Sem perder de vista a sua condição e a sua missão específica, bem como a sua independência, a CMVM tem colaborado no lançamento de algumas medidas, designadamente regulatórias, orientadas para a materialização de políticas públicas nas quais não só lhe tem vindo a ser dada a oportunidade de participar no respetivo processo de criação como se tem empenhado fortemente na sua materialização e monitorização.

É, pois, igualmente importante abordar o tema das políticas públicas na regulação e na supervisão com uma perspetiva construtiva, descolando da visão tradicionalmente corretiva destas políticas para, sem descurar a definição clara de comportamentos inaceitáveis, fortemente sancionados, sublinhar a sua dimensão colaborativa e proativa, enquanto instrumentos decisivos de conformação do sistema financeiro e de contribuição para a construção de mercados mais robustos e mais íntegros, inspirando e suportando uma regulação financeira mais eficiente e eficaz ao serviço da economia.