

Conferência anual da CMVM 2019
“Da proteção dos investidores à promoção do mercado”
31.05.2019

“CMVM, ao seu serviço”

Gabriela Figueiredo Dias
Presidente do Conselho de Administração da CMVM

Celebra-se este ano os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, que substituiu o Código do Mercado dos Valores Mobiliários, instituído em 1991.

Decorridos mais de 10 anos sobre o início da crise financeira global, são hoje nítidas as alterações sísmicas que a crise produziu na regulação financeira. Esta, todavia, é também fruto de uma longa gestação, e emergiu de vários períodos turbulentos de disrupção financeira, reforma e renovação do pensamento.

A Lei Sapateiro, publicada em 1991, criou a CMVM e veio responder a uma premente necessidade de regulação de um mercado fustigado, nos 20 anos que antecederam, por períodos de euforia intercalados por outros de forte turbulência, como o fecho do mercado em 1974 e o crash da bolsa em outubro de 1987 e graves consequências económicas, determinadas também pela ausência de uma regulação forte, capaz de promover e proteger o mercado e os investidores. Escolhendo como princípios estruturantes a ‘desestatização’, a ‘desgovernamentalização’ e a ‘liberalização’, esta Lei consumou, na sequência da adesão à CEE, a integração dos mercados, disponibilizando instrumentos e estruturas ajustados ao modelo europeu e assegurando a viabilidade do mercado português.

A pretendida autossuficiência deste Código ditou o seu êxito inicial, mas também a sua maior debilidade, traduzida em falta de flexibilidade e de adaptabilidade à evolução e inovação.

Em 1999 a Lei Sapateiro viria a ser substituída pelo Código dos Valores Mobiliários, hoje ainda em vigor, visando a modernização do sistema de valores mobiliários e no pressuposto, expresso no seu preâmbulo, de que ‘embora a lei, só por si, não tenha a virtualidade de transformar os mercados, pode ser uma oportunidade para estimular os agentes económicos’. Vale a pena notar que já então este Código visou assumidamente os objetivos principais de simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar.

Foram várias as evoluções promovidas pelo novo Código em 1999. A introdução do conceito de sociedade aberta, a instituição de um regime de imputação de votos com dupla funcionalidade, a opção por um critério de qualificação funcional e não genético das ofertas ou a introdução de conexões materiais nas contraordenações são exemplos das grandes modificações introduzidas.

Decorridos 20 anos e 40 alterações legislativas, o Código dos Valores Mobiliários demonstra o acerto das opções então tomadas: a imensa elasticidade que lhe foi conferida permitiu-lhe, ao longo destes 20 anos, absorver tendências, captar a inovação, responder aos desafios dos diversos momentos económicos e sobreviver à crise financeira, permanecendo um sólido suporte da atividade e da supervisão do mercado.

Na famosa comédia do Séc. XVII ‘O Virtuoso’, de Thomas Shadwell - uma sátira sobre a ciência contemporânea –, um cientista é encontrado a imitar os movimentos de um sapo esperando assim aprender a nadar, enquanto afirmava ‘Eu contento-me com a parte especulativa da natação. Nada me importa a prática’.

A regulação financeira, contudo, mergulha as suas raízes na prática, e nenhum nadador teórico poderá sobreviver neste contexto. Há toda uma experiência prática acumulada pelos agentes do mercado e pelo regulador que impõe, hoje, ajustamentos significativos na regulação dos mercados.

Há muitas mudanças muito profundas a acontecer. A inovação financeira, os fenómenos *Fintech*, o volume exponencial de regulação europeia produzida durante e após a crise, a iminência de uma Europa a 27; mas também a evolução do próprio debate intelectual, do enquadramento tradicional da teoria económica neoclássica para outras perspetivas, como a teoria dos sistemas, as teorias da *governance* e finanças comportamentais. E ainda, porventura mais importante, a transformação do debate regulatório, arrancando do clássico enquadramento exclusivamente financeiro para uma dimensão social e política que hoje grava de forma indelével a política regulatória e o próprio papel do regulador.

Nesse sentido, o cumprimento da nossa missão de proteger os investidores e contribuir para o desenvolvimento do mercado é um exercício indissociável da sua dimensão social. Por outras palavras, estamos ao serviço da sociedade. E é essa ideia de serviço que preside a tudo o que somos e fazemos, e que nos confere legitimidade, mas também propósito.

Estratégia e ação ao serviço de uma sociedade com mercados mais justos e transparentes, traduzidos em criação de trabalho e valor para o país, conferem-nos a responsabilidade de uma função social, que plenamente assumimos e que preside a toda a nossa ação e relação com os investidores, os supervisionados e a comunidade em geral.

Escolhemos o serviço como caminho e meta. Mas identificamos alguns fatores críticos no caminho deste objetivo.

Naturalmente, o exercício eficaz da nossa ação de disciplinar os mercados e proteger os investidores depende das condições em que o fazemos. Autonomia, disponibilidade de recursos e conhecimento são condições indispensáveis para tanto. E o nível de serviço que estamos em condições de prestar será sempre limitado, quando falte alguns destes elementos.

Depois, regulação simples e eficaz. Enquanto instrumento de estabilidade financeira, eficiência e integridade dos mercados e proteção dos investidores, a regulação financeira tem de ser acessível, ágil e rigorosa na sua previsão e aplicação, sob pena de prejudicar os investidores, colocar em causa o sistema financeiro e comprometer a economia como um todo.

Os eventos financeiros ainda recentes e outras ameaças aos interesses dos investidores, por exemplo pela colocação agressiva e desadequada de produtos de risco, revelam claramente os problemas subjacentes: conflitos de interesse, estruturas e práticas deficientes de governação – mas também fragilidades e vazios regulatórios. Nem tudo poderia ter sido evitado, por exemplo, se a DMIF II ou o Regulamento dos PRIIPs já estivesse em vigor. Mas tudo teria sido, pelo menos, diferente.

Por isso, entre as nossas prioridades, escolhemos intervir na regulação no sentido da sua simplificação, agilização e eficácia. A revisão em curso do Código dos Valores Mobiliários, visando a apresentação de uma proposta ao Governo até ao final do ano, pretende concretizar algumas alterações que a prática tem vindo a demonstrar essenciais, assegurando maior clareza, simplicidade, consistência e previsibilidade aos agentes económicos e respostas regulatórias adequadas a um contexto de globalização, abertura e integração dos mercados.

Encontra-se igualmente em curso um projeto de simplificação global da regulação da CMVM.

No domínio da supervisão são imensos os desafios. A inovação financeira e tecnológica, novos modelos de negócio, a complexidade das técnicas de negociação, a interconexão crescente entre as dimensões comportamental e da estabilidade financeira, a pressão colocada nos bancos pelas novas regras sobre requisitos de capital para a distribuição de produtos *bailinable*, a tendência inexorável de convergência da supervisão na Europa, os novos instrumentos colocados à nossa disposição pela DMIF II. Tudo aponta para um acréscimo de exigência, ao qual estamos a responder com a adoção de novas técnicas e novos modelos de supervisão, assentes no risco e no conhecimento das realidades supervisionadas, assegurando que tudo o que fazemos conta para o propósito que nos move – prestar um serviço de excelência à comunidade.

A própria CMVM tem vindo a transformar-se, introduzindo conceitos digitais e de gestão de informação, entre outros, na sua atuação, em paralelo com uma aposta muito forte na comunicação, em todas as suas dimensões, sempre e exclusivamente com o propósito de disponibilizar de forma eficaz todo o conhecimento e a informação necessários, assim contribuindo para a proteção dos investidores e o desenvolvimento do mercado.

Construindo sobre a experiência intensa dos últimos anos nesta matéria, foi ainda integralmente revista a nossa abordagem às reclamações, simplificando e agilizando os procedimentos e apostando na redução dos prazos de tratamento das mesmas, para além do incansável esforço, dentro das limitações dos vários contextos, para mitigar os impactos brutais dos eventos financeiros dos últimos anos nos investidores. A redução de 67% do número de reclamações em 2018 face ao ano anterior para 462 reclamações, tendência que se mantém em 2019, não é seguramente alheia, para além de outros fatores, ao nosso esforço integrado de implementação das novas regras sobre conduta de mercado, de apuramento da supervisão, de *moral suasion* junto dos intermediários e de incentivo aos investidores para uma adequada assunção de responsabilidades pelas opções de investimento.

Uma referência ainda ao reforço da nossa ação sancionatória, que confere consequência à nossa supervisão traduzida numa expressiva redução, em 2018, de processos pendentes face aos anos anteriores e do crescimento progressivo do número de ações concluídas anualmente (de 27 em 2017 para 63 em 2018) e que resultou no maior número de contraordenações aplicadas desde 2004.

Estamos, também, ao serviço de toda uma comunidade carecida de conhecimento sobre temas financeiros, pelo investimento intenso na educação financeira - porventura o caminho mais certo e mais sustentável para a proteção dos investidores: não sendo o supervisor omnipresente o conhecimento e a capacidade de avaliação de risco e adequação pelos próprios investidores, bem como a capacidade de fazer escolhas racionais e prudentes, constituem o mais relevante dos instrumentos de proteção contra comportamentos indevidos.

Mas a CMVM tem no seu mandato e no seu conceito de serviço também um objetivo de desenvolver o mercado. É com esse sentido de contribuir para a atração de emitentes e investidores para o nosso mercado que temos vindo a incorporar e sedimentar modelos de atuação focados na tempestividade, previsibilidade, proximidade e transparência, a par com o rigor e exigência que não abandonamos.

Trata-se de uma transição de paradigma, considerando que até muito recentemente, não só não era expressamente reconhecido aos reguladores um mandato para desenvolvimento do mercado como era até visto como conflituante com a sua função de proteção do investidor.

A evidência do entrecruzamento das várias dimensões e a evolução do debate associado vieram demonstrar a óbvia interligação entre desenvolvimento do mercado e proteção do investidor, a qual viria a ser afirmada no projeto da União do Mercado de Capitais. Este veio valorizar, como nunca antes, a regulação ao serviço do desenvolvimento do mercado, enquanto fonte alternativa de financiamento das empresas: esta foi e é, porventura, a marca maior da UMC e o seu principal valor – definir um novo paradigma no debate sobre o sentido da regulação financeira.

O mandato do desenvolvimento do mercado, que assumimos com entusiasmo no plano nacional, junta-se à convergência de supervisão, prioridade da ESMA no plano pan-europeu com a qual estamos ativamente comprometidos.

Estes compromissos, no caso da CMVM e entre muitos mais, traduzem-se no esforço que temos vindo a colocar na disponibilização de instrumentos regulatórios que proporcionem alternativas de financiamento através do mercado, e onde se contam os exemplos das Sociedades de Investimento Mobiliário para Fomento da Economia (SIMFE) e das Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (SIGI), já concretizados, ou dos *loan funds* e da transferência de competências de supervisão sobre sociedades gestoras do Banco de Portugal para a CMVM, a aguardarem desenvolvimentos políticos.

Na supervisão, entre os exemplos já concretizados deste esforço, destacam-se a opção de divulgação, no início de cada ano, das prioridades de supervisão da CMVM, incentivando o foco dos supervisionados em áreas críticas, mas permitindo também uma mensagem clara sobre os aspetos de organização e funcionamento considerados de maior risco ou relevância contextual. A redução sensível dos tempos de reação e aprovação de prospetos, alguns já aprovados em 3 dias, ou da autorização de fundos e operações de titularização, onde foram introduzidas, para além da redução dos tempos, medidas expressivas de simplificação de procedimentos. A melhoria dos níveis de serviço, incluindo as formas de comunicação da comunidade com a CMVM, um novo site em construção e a revisão integral da legislação disponível no site, sempre com o sentido de serviço à comunidade que orienta a nossa ação. A revisão das taxas, em curso, de modo a assegurar maior proporcionalidade e racionalidade, prevendo a apresentação de uma proposta ao Governo até ao verão, incluindo uma proposta de taxa zero para novos emitentes durante o primeiro ano em mercado. Uma postura de abertura, proximidade, transparência, colaboração, pedagogia e humildade – mas também de maior rigor nos aspetos que reputamos essenciais na supervisão em face das lições aprendidas, com um novo enfoque em dimensões prudenciais como a governação das entidades e a idoneidade dos principais responsáveis nas instituições, cada vez mais no centro das nossas preocupações.

Hoje estamos, de facto, munidos de outros instrumentos e modelos políticos, regulatórios e de supervisão para enfrentar os desafios que o presente e o futuro próximo nos colocam enquanto reguladores num enquadramento social em rápida evolução. Toda a reflexão que tem sido necessário conduzir sobre estes desafios permite já algumas conclusões.

- A inevitabilidade da inovação e da integração da sustentabilidade como um fator de sobrevivência, e da necessidade de nos capacitarmos para lidar com elas.
- A importância de trabalhar e contribuir para uma Europa coesa e convergente, sob pena de desagregação e de irrelevância da Europa face a outras potências políticas e económicas.
- A imperatividade da distribuição de responsabilidades pela conduta de mercado.
- A conclusão de que uma parte importante dos desastres no nosso mercado tiveram a sua causa em fatores comportamentais ou de governação. Graves conflitos de interesse, problemas de agência, estruturas e práticas de governação muito débeis, desconsideração de deveres elementares de intermediação financeira – numa palavra, um alheamento sistemático de alguns agentes económicos em relação a valores e considerações éticas.
- A certeza, dolorosamente evidenciada pela crise, de que o crescimento e a resistência económica e financeira europeia dependem, crucialmente, da nossa capacidade de desenvolver mercados mais robustos e equilibrados, com maior capacidade de partilha de riscos e de absorção de choques, oferecendo dessa forma segurança e confiança aos cidadãos.

A palavra chave neste contexto é a exigência. Exigência da regulação e supervisão, não caindo na rotina, na inércia, nos hábitos adquiridos. Mas também exigência dos restantes interessados - supervisionados, investidores, academias, meios de comunicação social - não caindo nunca no simplismo de análise, na mera defesa de interesses particulares, ou na vontade de vindicta. A regulação tem custos. Mas é também um importante ativo quando gera qualidade e segurança. Temos todos de estar vigilantes, a supervisão e os restantes, para que seja sempre este o seu efeito. É para isso que trabalhamos na CMVM. Contamos com a exigência do público em geral, incluindo para conosco.

A CMVM, ao seu serviço.