



**AEM - Associação de Empresas Emitentes
de Valores Cotados em Mercado**

11.04.2019

“Os emitentes e o imperativo de uma mudança com propósito”

Gabriela Figueiredo Dias

Presidente do Conselho de Administração da CMVM

I - Estive nesta sala há pouco mais de 2 anos, no início do meu mandato como Presidente da CMVM, num contexto difícil, do ponto de vista macroeconómico, regulatório e de mercado. Recordo-me bem dos compromissos então assumidos, todos a concorrer para o compromisso último de integrar o desenvolvimento do mercado na missão da CMVM, iniciando um processo crítico, sem complexos e sustentado, de transformação da supervisão, na linha da proximidade e colaboração, que não só acompanhasse, mas promovesse também a transformação do próprio mercado.

Sendo a prestação de contas perante a comunidade como uma boa prática no exercício da supervisão, mas mais do que isso, um dever fundamental do regulador, aproveito o gentil convite que me foi feito pelo Senhor Presidente da AEM, para além de lhes dar a perspetiva da CMVM sobre a evolução do mercado nestes 2 anos, prestar contas do que foi feito até agora em cumprimento daquele compromisso.

II - Já em outras circunstâncias tive, efetivamente, oportunidade de aludir à dinâmica atual do nosso mercado como uma dinâmica de transformação, em lugar de estiolamento, como muitos têm vindo a referir.

Não se trata de uma mera construção semântica. Com efeito, a evidência de um movimento de saída ainda não compensado pela entrada de novos emitentes é uma realidade incontornável – e tão preocupante para o regulador como para os agentes de

mercado e para a economia nacional de forma mais geral. Um mercado em retração e estiolado trará, inevitavelmente, custos para todos.

Mas, não querendo desconsiderar aspetos menos positivos que permanecem, é igualmente importante compreender as razões e as circunstâncias destas decisões, e agir sobre elas com determinação, persistência e foco. Evitando, desde logo, algumas distorções de perspetiva e alguns mitos em torno dessa evolução, que não têm permitido valorizar adequadamente as várias dimensões positivas dessa evolução, nem, por vezes, retirar dela os necessários ensinamentos e conclusões.

Começando precisamente por olhar mais detidamente sobre a tendência de saída do mercado, cuja dimensão e impactos negativos não se ignoram, verifica-se que esta não surge, todavia, desligada de duas outras evoluções: uma tendência internacional de redução do número de empresas cotadas no pós-crise; e uma especificidade nacional, que se reputa positiva e em benefício da atratividade do mercado, de clarificação progressiva, em sede de supervisão, das condições e dos termos em que a saída de mercado é possível.

Quanto à clarificação do *delisting*, esta constitui, de resto, uma resposta a uma solicitação persistente - e legítima - dos emitentes nesse sentido, sendo possível que, pelo menos em parte, o movimento de saída mais recente concretize uma vontade e decisão que se vinham consolidando, mas que apenas agora, perante uma definição mais clara daquelas condições, se materializa.

É fundamental evitar a tentação das explicações fáceis e da dramatização, bem como justificações casuísticas, assumindo que as saídas de mercado e a renovação que sugerem são naturais num mercado dinâmico. Estaremos, de facto, a falhar o ponto e a incumprir a nossa missão se não compreendermos estas saídas como sendo, em simultâneo com outros fatores, um reflexo da remoção de entraves à saída, que a persistirem, funcionam inevitavelmente como desincentivos à entrada.

Quando à tendência internacional, observa-se que a maioria dos mercados regulamentados na UE não voltou a gerar níveis de liquidez no segmento acionista próximos daqueles que se verificavam antes da crise financeira internacional (2008). Inclusivamente, países com dimensões semelhantes à de Portugal têm até menos liquidez no segmento acionista e os seus índices de referência são compostos por menos cotadas.

Numa perspetiva mais alargada, constatamos também que, para o conjunto dos mercados geridos pela Euronext (Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris ou, mais

recentemente, Dublin), há, nos últimos 3 anos, uma tendência de redução do número de admissões à negociação, conjugada com um aumento do número de exclusões.

Particularizando para o mercado português, apesar de o número de emittentes ter vindo a diminuir, assiste-se, porém, a uma tendência de aumento da sua dimensão (hoje, temos um rácio de 1,7 mil milhões de Euros de capitalização bolsista por emittente, o que compara com 900 milhões de Euros por emittente em 2001).

A análise à evolução de mercado não pode também ignorar o reforço da confiança, traduzido por múltiplas demonstrações de interesse, várias delas concretizadas, nomeadamente em setores novos, como o crowdfunding e o empreendedorismo social, e no aumento de operações, particularmente de dívida e de dívida titularizada.

O aumento da confiança no mercado enquanto fonte de financiamento é fundamental para o crescimento de uma economia demasiado dependente de setor bancário ainda frágil, e estou convicta que a CMVM tem contribuído, de forma relevante, para os sinais positivos que despontam, seja pela regulação ou pela supervisão.

De facto, uma adequada leitura da experiência recente leva-nos a concluir que o reforço da confiança nos mecanismos de supervisão - fundamental para incentivar não só a entrada e permanência em mercado como para assegurar níveis adequados de liquidez e atratividade para os investidores - não se promove pela densificação normativa e pelo incremento das exigências regulatórias, mas pela racionalização, calibragem e foco das regras e procedimentos. Sabemos, com efeito, que a carga regulatória tem sido um fator de desincentivo nos processos de admissão à negociação.

Por último, o reforço dessa confiança passa ainda pela identificação de um desígnio comum, inclusivo e responsabilizante. E esse desígnio é, hoje, a retoma e afirmação da vitalidade do nosso mercado de capitais, não necessariamente para que volte a ser o que foi, mas para que possa evoluir para um patamar superior que nunca chegou a ser. É esse o caminho que estamos a fazer e que pretendemos fazer em conjunto, cada um assumindo, com rigor, empenho e exigência o seu papel na sociedade.

III – Qualquer processo de transformação assenta necessariamente num adequado diagnóstico do quadro vigente e arranca da constatação da sua insuficiência. Tal diagnóstico constitui condição essencial, embora não suficiente, para o sucesso.

A primeira barreira com que nos deparamos está, não surpreendentemente, em cada um de nós. Mais fácil do que procurar alternativas é encontrar justificações: as condições de mercado, os custos, a inexistência de precedentes de sucesso, a falta de

apoios... E a consciência – ou a falta dela? - de que sozinhos pouco conseguiremos mudar conduz a uma inércia que beneficia o *status quo*.

E embora não competindo, tradicionalmente, a um regulador do mercado de capitais liderar processos disruptivos, certo é que a CMVM nunca se demitiu da assunção desse papel, sempre que a iniciativa dos agentes do mercado não chegou em tempo ou devidamente estruturada.

Sucedeu assim, por exemplo, com o **regime recomendatório do governo das sociedades**, que hoje se encontra felizmente (embora 20 anos depois dos primeiros passos) na esfera da autorregulação, onde mais naturalmente deveria ter emergido. Como sucede, hoje com o tema e desígnio das finanças sustentáveis.

V. O processo de transformação do mercado, no qual queremos estar, enquanto reguladores, inteiros, não pode deixar de assentar num reforço do conhecimento, respeito e responsabilização mútua, para as quais é essencial uma relação de confiança e exigência entre supervisor e supervisionado.

É também nessa linha que a CMVM tem vindo a trilhar o seu caminho de forma ponderada e rigorosa, visando, resultados concretos de abertura, transparência, previsibilidade e celeridade em benefício dos supervisionados e do mercado em geral, no exercício pleno e comprometido da nossa missão de serviço público, o único propósito que nos justifica e legitima enquanto autoridade de supervisão.

VI - Para dar corpo a esse propósito, a CMVM tem vindo a incorporar as melhores práticas internacionais e a adaptar-se às especificidades do nosso mercado, com reflexos porventura ainda não integralmente visíveis, nos planos regulatório e procedimental.

A **nível regulatório**, e a título de exemplo, é de referir um conjunto de iniciativas recentes promovidas pela CMVM, orientadas para a simplificação, a proporcionalidade, a colaboração e o compromisso.

Assim,

- Simplificaram-se **deveres de informação constantes do Regulamento da CMVM n.º 5/2008**, para flexibilizar, entre outros, o modelo de reporte de informação financeira trimestral pelos emitentes que continuam a ver valor na sua divulgação;

- Assumiu-se o compromisso público de revisão das exigências informativas inerentes ao dever de elaboração de um **relatório de governo societário**;
- Encontra-se já em curso o processo de **revisão**, nos seus 20 anos, **do Código dos Valores Mobiliários**, projeto que se pretende concluir até ao final do ano de 2019 (com particular incidência no regime das ofertas públicas e emitentes); nesse contexto e com esse propósito foram já convidadas diversas entidades e organizações, entre as quais a AEM, a identificar e a contribuir com propostas de alteração concretas;
- Encontra-se também já em curso a revisão do **modelo de financiamento da CMVM**, assente na cobrança de taxas de supervisão, que inclui a isenção ou redução temporária de taxas a novos emitentes, a par com outras medidas em estudo, todas dirigidas a uma maior racionalização e melhor afetação das taxas cobradas.
- Por fim, assinale-se o projeto de transferência de competências de supervisão sobre entidades gestoras do Banco de Portugal para a CMVM que aguarda finalização e aprovação pelo Governo.

A nível dos **procedimentos de supervisão** há também evoluções a registar, na linha da simplificação e eficiência que prometemos aplicar.

- Na **supervisão de operações** (em particular a aprovação de prospetos), estamos a cumprir o compromisso de contributo para níveis elevados de competitividade do mercado nacional, por meio da adoção de práticas alinhadas com as melhores referências internacionais, assegurando atuação com prazos de reação conhecidos e curtos. O nosso modo de atuação é hoje mais previsível e transparente, dando a conhecer aos emitentes as nossas posições e entendimentos (por exemplo, transmitindo comentários escritos aos projetos de prospeto). A aprovação de prospetos está hoje adequadamente alinhada com a necessidade de os emitentes aproveitarem janelas de oportunidade que os mercados mantêm abertas por períodos tendencialmente curtos.
- Na **supervisão de emitentes**, na linha de um compromisso de transparência e facilitação do cumprimento dos deveres, destacamos a circular anual, que apresenta, em termos inovadores face a processos de comunicação anteriores, as matérias que constituirão o foco da atividade de supervisão da CMVM para o ano em causa. Destaca-se ainda a criação de um e-mail e de um número de contacto telefónico direto do Departamento de Emitentes da CMVM;

- Internamente, encontram-se a ser revistos e redesenhados a quase integralidade dos **procedimentos de supervisão**, visando maior efetividade com uma orientação genérica por critérios de materialidade, risco, e equidade de tratamento.
- No processo de **comunicação com os seus stakeholders** a CMVM procura garantir a proximidade com os supervisionados, através de interações mais frequentes e com maior significado – para discussão de tendências ou de desenvolvimentos normativos previsíveis.

Acrescem a estas medidas internas algumas **iniciativas inovadoras e com potenciais impactos estruturais para a melhor organização do nosso mercado.**

Refiro, desde logo, um **projeto, promovido pela CMVM junto da Comissão Europeia, que o financia, e a ser conduzido pela OCDE**, com vista à identificação dos obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais português e das medidas para os superar. Em resultado deste exercício espera-se a emissão de um conjunto de recomendações de reformas com vista a garantir o acesso das empresas portuguesas a financiamento, em particular de longo prazo. Este estudo inova ao envolver um elevado número de empresas desligadas do setor financeiro, permitindo chegar a um diagnóstico mais realista da situação nacional.

Temos, por outro lado, acompanhado o fenómeno Brexit, no plano nacional e internacional. Assegurando, em pleno respeito pelos acordos assumidos ao nível da ESMA e pelo princípio de convergência de supervisão europeia, que o nosso mercado não perca competitividade em resultado do risco de deslocalização de importantes intermediários e investidores globais. Ao mesmo tempo posicionamo-nos para apoiar, num quadro de absoluta transparência, oportunidades resultantes do Brexit, através da nossa participação em iniciativas como o Portugal In ou da disponibilização de uma linha de atendimento dedicada a este tema e que foi acionada no próprio dia de lançamento.

A CMVM está também atenta a novas realidades, apoiando o fenómeno Fintech, procurando acompanhar o mercado e criando condições para que este aproveite todas as potencialidades que a inovação lhe possa trazer. Temos também incentivado a criação de instrumentos que permitam formas alternativas de financiamento no mercado: é disso exemplo o caso da SIMFES, das SIGI ou dos Fundos de Investimento Social, já disponíveis e com utilização efetiva por parte dos agentes de mercado, e ainda dos fundos de crédito (*loan funds*), relativamente aos quais a CMVM apresentou uma proposta atualmente em análise pelos decisores políticos.

VII – Há, porém, muito para ser feito, por todos.

Desde logo, devemos manter-nos atentos a oportunidades de diversificação da base de emitentes no mercado, o que poderá passar por apostar em aspetos distintivos e inovadores que, a terem frutos, poderão em momento posterior potenciar uma dimensão da ‘quota natural’ do nosso mercado.

Vemos, designadamente, a linha do investimento sustentável como uma linha em que o mercado português se poderia tornar uma referência. Incentivar a criação de padrões sobre sustentabilidade para empresas cotadas, ou a introdução de empresas de referência ESG nos índices de mercado, contribuiria para evitar o *green washing* envolvendo emitentes nacionais, mas também para aumentar a visibilidade e a reputação das cotadas junto dos investidores.

É importante assegurar, por fim, que as políticas fiscais não só não se traduzem num contexto de perda de competitividade como, mais do que isso, são elas mesmas um fator de desenvolvimento do mercado. Medidas como a não tributação do valor obtido no resgate de unidades de participação, se o valor for reinvestido num outro fundo de investimento, são medidas de uma enorme simplicidade com grande potencial de valor para o nosso mercado. Não se trata de uma isenção, mas de uma dilação fiscal, sem impacto na receita global do Estado, assumindo o longo prazo como a única forma de assegurar sustentabilidade.

Não queria ainda deixar de vos transmitir que a CMVM continua fortemente empenhada em prevenir riscos reputacionais para o mercado e para os emitentes em geral. Fá-lo supervisionando permanentemente a integridade do mercado e reforçando a monitorização da qualidade da informação dos emitentes, em especial da informação financeira.

O mercado de capitais é absolutamente decisivo para o financiamento da economia, das empresas e dos novos projetos. Há uma cultura de mercado a construir – e é nisto que temos de trabalhar em conjunto. Estamos a procurar fazer o necessário para ter uma supervisão competitiva e eficiente, capaz de induzir confiança aos investidores, nacionais e internacionais, e de garantir em permanência a credibilidade do mercado. Queremos apoiar e envolver os emitentes e demais *stakeholders* de modo a podermos encontrar em conjunto as melhores regras, a melhor supervisão e a melhor comunicação. Garantir a existência de um mercado competitivo e eficiente, em prol da economia nacional – e europeia – do desenvolvimento das empresas e da melhoria da qualidade de vida das famílias é uma responsabilidade de todos. Por isso, a vertente da formação financeira não deixa de ser também uma das prioridades da CMVM, apostando igualmente numa comunicação clara e oportuna a todos os interessados.

V. As últimas palavras que vos dirijo são de confiança na capacidade de inovação e rejuvenescimento do nosso mercado, assente no incremento da confiança dos seus

agentes, na simplificação dos procedimentos e no aumento da celeridade e da eficiência, para assim assegurar condições de atratividade e competitividade adequadas e não permitir, sobretudo, que nenhuma oportunidade se perca pela inércia de todos ou alguns dos que têm responsabilidades neste processo.

O que não se justifica certamente é que algum afastamento das empresas portuguesas e dos investidores em geral em relação ao nosso mercado, motivado ocasionalmente por obstáculos que se vão gradualmente diluindo, ou cujo fundamento se desvaneceu no referido exercício de reflexão crítica levado a cabo pela CMVM, não seja agora revertido, num sinal de confiança e de vontade de contribuir para este desígnio. O repatriamento de programas de emissão de dívida implementados em distintas jurisdições é apenas um exemplo, entre muitos, de um sinal que concorreria para esse resultado e daquilo que cada emitente pode fazer isoladamente.

Termino, desejando um bom ano aos emitentes, atuais e futuros, apelando à persistência, inovação, ambição e responsabilidade, para que possamos, cada um no seu papel, mas em conjunto, contribuir para condições de financiamento cada vez mais eficientes e geradoras de valor.